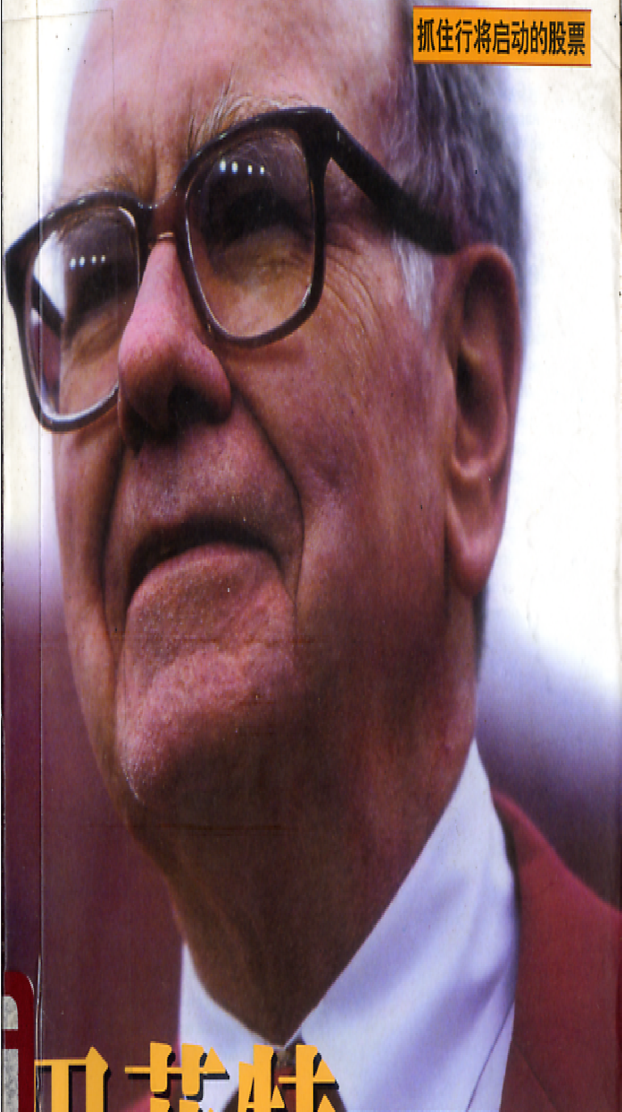
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

向大师学投资系列

财经易文



抓住行将启动的股票

巴菲特怎样选择成长股

[美] 蒂默西·韦克/著

中国财政经济出版社
McGraw-Hill Education

■ 从事你不了解的投资，或者因为别人的成功就去从事同样的投资并不能使你成功。购买股票最不明智的理由就是股价上涨。

——沃伦·巴菲特

要想做一个巴菲特式的投资人，淘出真正高收益的股票，除非你能答出下面这些问题：

- ★ 价值投资者应该注重哪些信息？
- ★ 巴菲特本人怎样看公司报表，哪些业绩指标他认为最关键？
- ★ 为什么他能够面对市场的疯狂而不为所动，他是如何控制风险的？
- ★ 上市公司的价值和公司的经理之间有什么联系，经理最重要的品质是什么？
- ★ 还有一点最为重要，你不光要知道他怎样做，还要知道哪些事情他绝对不会做。

这本研究巴菲特选股之道的新著抛开了复杂的理论分析，将股王的经验转化为可以直接运用的技艺，具有很强的实用性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问大师学投资系列

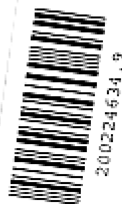
投资大师论投资

巴菲特怎样选择成长股

[美] 蒂默西·韦克 / 著
刘磊 孙笑丹 李玉峰 / 译

抓住行将启动的股票





中国财政经济出版社
McGraw-Hill Education

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

巴菲特怎样选择成长股/(美)韦克著;刘磊等译. -北京:中国财政经济出版社,2002.3

书名原文:How to Pick Stocks Like Warren Buffett

ISBN 7-5005-5627-6

Ⅰ.巴… Ⅱ.①韦… ②刘… Ⅲ.股票-证券交易-基本知识 Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2002)第014413号

How to Pick Stocks Like Warren Buffett

by Timothy Vick

ISBN 0-07-135769-6

Copyright © 2001 by Timothy Vick.

Authorized translation from the English language edition published by McGraw-Hill, Inc.

Chinese language copyright © 2002 by McGraw-Hill Education and China Finance and Economic Publishing House. All rights reserved.

本书中文简体字版由中国财政经济出版社和美国麦格劳-希尔教育出版集团合作出版

未经出版者书面许可,不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分

著作权合同登记号:图字01-2001-3081

中国财政经济出版社 出版

URL: http://www.cfeph.com

E-mail: webmaster@businesse-win.com.cn

(版权所有 翻印必究)

社址:北京海淀区阜成路甲28号 邮政编码:100036

发行电话:010-88191017

北京印刷一厂印刷 各地新华书店经销

880×1230毫米 32开 10.375印张 170千字

2002年5月第1版 2002年5月北京第1次印刷

印数:1-10 000 定价:29.80元

ISBN 7-5005-5627-6/F·4955

(图书出现印装问题,本社负责调换)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　　录

致　谢 ……………………………………………………………… (1)
代　序 ……………………………………………………………… (1)

第一编　成为亿万富翁

第一章　巴菲特如何积累财富 ……………………………… (3)
塑造亿万富翁的基本要素 ………………………………… (6)
从 100 到 300 亿 ……………………………………………… (9)
精明的沃伦 ………………………………………………… (10)
投资基金 …………………………………………………… (12)

第二章　积累财富（续） ………………………………… (17)
增加账面价值 ……………………………………………… (25)
导致伯克夏惊人的股市经营业绩的因素 ………………… (27)

第二编　发展数学头脑

第三章　巴菲特数学 101 ………………………………… (37)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复利的力量 …… (39)
市场价格与公司价值的关系 …… (45)
价格与价值的结合分析 …… (49)
抛弃华尔街的业绩预测 …… (51)
关于股市未来，数学能告诉我们什么? …… (54)

第四章 巴菲特数学201 …… (61)
第一步：低价购买的惊人利益 …… (62)
第二步：保持资金的集中 …… (68)
第三步：保持对成本的关注 …… (73)

第五章 理解机会成本 …… (77)
2000万的汽车能引起你的兴趣吗? …… (81)
巴菲特，理性的储蓄者 …… (83)

第六章 用购买持有策略最大化收入 …… (85)
持有时间决定着收入的概率 …… (90)
股票周转率的社会惩罚成本 …… (96)

第七章 避免犯系列性的错误 …… (103)
主要原则——普通的选股方法 …… (106)

第八章 提高获利水平 …… (111)
30年业绩考察 …… (116)
把你最喜欢的股票放进口袋 …… (117)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三编　像巴菲特那样分析公司

第九章　资产定价 …………………………………（125）
盈利估计 ……………………………………………（132）
利润的风险折扣 ……………………………………（140）

第十章　账面价值 …………………………………（151）
如何提高账面价值 …………………………………（158）
账面价值比盈利能更好地反映价值 ………………（160）
不光彩的“会计费用” ……………………………（163）

第十一章　理解股本收益率 ………………………（167）
计算股本收益率 ……………………………………（170）
用股本收益率来预测未来业绩 ……………………（176）

第十二章　巴菲特神奇的“15%法则” …………（181）
收益率计算实例 ……………………………………（184）

第十三章　从增长之外看增长 ……………………（195）
欢迎来到雅虎美国和思科 …………………………（198）

第十四章　高筑城池：对稳定的渴望 ……………（205）
如今我们能预知什么？ ……………………………（211）
如果 …………………………………………………（211）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章 股票 VS 债券：孰优孰劣？ …………………… (217)
股票是一种票息可预见性较低的债券 ……………… (221)
比较股票与债券的六项规则 ………………………… (225)
巴菲特主要投资的盈利率 …………………………… (226)
什么时候债券优于股票？ …………………………… (229)

第四编 规避损失

第十六章 规避损失的利益 ……………………………… (237)
规避损失的力量源泉 ………………………………… (239)
输家的游戏 …………………………………………… (242)

第十七章 规避损失 2 …………………………………… (247)
随市场环境的变化而变化 …………………………… (247)
市场预测 1：在 70 年代初的熊市到来之前卖掉股票 ……………………………………………………… (249)
市场预测 2：1974 年继续前行 ……………………… (250)
市场预测 3：看到了 80 年代将要到来的机会 ……… (251)
市场预测 4：规避 1987 年的危机 …………………… (252)
可兑换证券 …………………………………………… (256)
所罗门兄弟公司 ……………………………………… (258)
吉列公司 ……………………………………………… (262)
美国运通公司 ………………………………………… (263)
期权 …………………………………………………… (265)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章 沃伦的秘密武器 ……………………………… (269)
通过并购套利使小利源源不断 ……………………… (271)
罗克伍德公司可可豆的宝藏 ………………………… (279)
阿卡塔公司 ………………………………………………… (280)
MGI 地产 …………………………………………………… (281)
通用动力 …………………………………………………… (283)
在你的资产组合中加入套利投资 ………………… (284)
从事套利交易的原则 …………………………………… (290)

第五编 投资者的营养液

第十九章 巴菲特对培养良好习惯的思索 ……………… (295)

附 录 市场先生 ……………………………………………… (313)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

从我开始写作这本书的那天起，我就不再只是一个传记作家，而是心甘情愿地成了巴菲特忠实的信徒。这本书应当被看做是详解巴菲特先生选股方法的最新的文本。因此，如果不对他提供自己的著述以及各种轶闻表达我的谢意，就不能算是完成了这样一本关于沃伦·巴菲特的著作。任何利用他的方法并从他的成功经验中获得哪怕些许启发的人，无论怎样表达其感激之情都不为过。无论什么地方的投资者，都能够从他所使用的那种朴素但却绝对理性的投资方法中受益。有意思的是，就在我完成这部手稿的那天，道氏工业指数和纳斯达克指数攀升到其历史最高点并转而下跌。投资者们不得不再次找寻新的投资理念。巴菲特先生提出的简明而有效的投资方法没有任何投资者能够超越。

我要向瑞贝卡（Rebecca）对我的鼓励以及她在繁重工作中所表现出的坚韧致以深深的谢意。我还要向玛丽·巴菲特对本书的见识和对我的友好表示感谢。她对于这本书的贡献是读者在字里行间无法看到的。另外，向我的同事，肯尼斯·波卡（Kenneth Pogach）致谢，他对股票投资的热情和对股票市场的敏锐的洞察力使我对金融问题有了进一步的认识。同样，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我还要感谢来自阿拉巴马州伯明翰的安德鲁·吉尔帕特里克（Andrew Kilpatrick），在我看来，他对沃伦·巴菲特的故事的不知疲倦的发掘理应获得更多的谢意。如果不是有了他的成果，想写作关于巴菲特的任何努力都只会陷入困窘。同样，珍尼特·洛（Janet Lowe）不知疲倦的奉献和她关于巴菲特及本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的文章值得赞扬。我要感谢麦格劳·希尔的编辑，杰弗里·格雷姆斯（Jeffrey Krames），是他的耐心和投入才使这本书得以出版。哪怕是当巴菲特先生的投资方法受到媒体和公众的强烈批判时，杰弗里对本书的信心也从不动摇。

我还要感谢我的经纪人维斯·内夫（Wes Neff），是他一再把我的松懈之心收回来；是帕蒂·沃伦博格（Patty Wallenburg）的排版使得这本书变得完美。

最后，我要感谢我的孩子，卡尔文（Calvin）和娜塔利（Natalie）。我愿为他们付出我的全部。希望读者能够从我的努力中获益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市呼唤理性投资者

（代 序）

刘纪鹏

《巴菲特怎样选择成长股》这部译著，通过叙述巴菲特的传奇一生，多角度反映了巴菲特在股市四十余年的辉煌业绩，描述他如何从100美元起家，发展到拥有300亿美元资产的巨富，说明他的一整套投资股市的理念、原则、方法和技巧，是留给世人的一笔宝贵的、有待深入研究的“财产”。

纵观巴菲特的投资生涯，他怎能在成千上万只股票中挖掘出一批具有高投资价值含量的股票？无论股市在牛市或熊市中，他总能有效地规避风险，并能确保高的收益率？他如何能顶住各种市场风浪，始终不渝地认为不能做投机型的短线投资者，必须做投资型的长线投资者？他一反一般股票投资者迷信权威市场分析言论的做法，坚持价值分析方法，指出股票价值根本在于公司业绩而不是股票换手率。所有这些，概括为一句话，巴菲特是一位成熟的、出类拔萃的理性投资者。

在本书中，作者通过大量的美国股市的历史数据和驰名公司的案例，描绘了巴菲特几十年来不变的绝对理性的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法，给人们以深刻的启示，现略举数例如下：

- 一个好的投资者，不仅要知道何时参与投资，更要能理智地决定何时停止投资。
- 购买股票，要注意贯彻优先股价低于公司内在价值，且有内在增长潜力的原则。
- 在股市下跌期间购买股票，比在股市上涨期间购买要有利得多。
- 将投资范围（即购买股票的种类）保持在一个较小的范围之内，通常是有利的。
- 在个人的长期投资活动中，为了提高资金的收益水平，要使自己成为净储蓄者，而不是净消费者。
- 交易越频繁，收益就越少。
- 股票价值在于公司业绩，而不是股票换手率。
- 衡量公司表现的标准，不在于股票价格和盈利，前者由于股价变动变幻莫测，短期内不能反映公司表现，虽然长期能有一定相关性。至于盈利，则有很多虚假成分，能真正反映公司表现的是账面价值。
- 投资者不可能没有错误，关键是要使错误大大地少于成功。
- 在购买一家公司的股票之前，要确保这种股票在长期内获得至少15%的年股本收益率。
- 投资者必须在股票和债券之间分析比较，当股票收益率超过债券收益时，股票吸引力就大，反之，则债券吸引力大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于中国读者来说，尤其对中国广大股民来说，经过了多年在股海中的搏击之后他们发现，绝大多数人是亏多赚少，“股神”巴菲特的操作业绩对他们来说，是可望而不可即的事。为什么会这样呢？这是否说明要对我们的投资理念进行反思呢？当前，我们的散户、庄家、基金有多少能把股票投资看做是投资行为而不是短期炒作的投机行为呢？我们中间大量存在着只看图形不作价值分析、只做短线对长线缺乏耐心、过分注重价差收益轻视公司分红等等的人，这说明我们距离理性投资者还差得很远。

当然，做一个理性投资者的前提，还必须包括要有一个良好的股市环境。当前，我国上市公司盈利能力差，法人治理结构不规范，公司甚至中介机构弄虚作假大量存在，大户甚至基金大量参与炒作，股价与公司业绩严重不相关，在这样的背景下，要求股民做一个理性投资者显然是不现实的。

中国股市的发展历史只有短短10年时间，发展速度是很快的。随着国家改革事业的不断推进，中国的股市也必定有一个光明的前景，那种浮躁的市场心态和猖獗的投机浪潮不可能长期存在，理性的投资者必将成为中国股市的中坚力量。

股市呼唤理性投资者。

2002年3月12日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1

PART

BECOMING A BILLIONAIRE

成为亿万富翁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1

CHAPTER

巴菲特如何积累财富

并不是因为我需要钱。而是因为挣钱并且看着它积累的过程具有乐趣。

——沃伦·巴菲特

如何才能积聚300亿财富？大家都说第一个100万最难挣，然后挣钱就变的容易多了。某种程度上的确如此，挣钱的确会越来越容易，而且挣钱的速度也会越来越快，道氏工业指数从10000点上升到11000点的速度比它从2000点上升到3000点就快了许多。随着基数的不断扩大，到达下一数字时的百分比在逐渐减少。应该说积累财富与打出500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个本垒打的确不同，因为你打最后50个本垒打的难度和前50个本垒打完全一样。体育运动的竞赛精神能够使你赢得全部成就，而财务知识对积累财富而言就像一只金鹅，让你想不赚钱都难。

然而仅仅是一个百万富翁同那些能够在账户上额外增加3个零的人有着本质的区别。随着净资产数量的增加，这个财富积累俱乐部成员的数量呈指数下降的趋势。我们几乎有把握说这世上10亿富翁的数量是百万富翁数量的百分之一，而拥有11位数字的财产（100亿美元或更多）的富翁数量可能只是拥有10位数字财产的富翁数量的1/10。

沃伦·爱德华·巴菲特于1930年8月30日出生在内布拉斯加州（Nebraska）的奥马哈市（Omaha）。然而任何数学公式或钟形的正弦曲线都无法预测他这一生的成就。商业历史上还没有像他那样的先例。亿万富翁俱乐部充斥着酋长和国王、企业家、投资者、CEO等等因偶然的机遇而暴富或者恰巧继承了一笔财产的富人。然而巴菲特却始终在凝聚他理性头脑的每一份力量去搜寻世界经济效率不充分之处。

除了巴菲特，任何一个亿万富翁的财产都不是完全来自其在华尔街的经营。事实上，这些亿万富翁大都从日常工作起步，依靠特殊的机遇使自己一步步走上发家致富的道路。他们很晚才学会调整自己的经营艺术，很晚才在华尔街这个复杂多变的世界中组合自己的资产。只有沃伦·巴菲特则从一开始就跻身财经和证券行业（他在11岁时就购买了他的第一支股票）。当他在奥马哈的邻居还不知在什么地方做苦力维生的时候，20多岁充满自信的巴菲特就已将一个运营混乱的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资基金运作成为世界上最成功的基金，从而使这个基金被每年出版一次的《标准－普尔投资向导》（Standard & Poor's guides）收录。

沃伦·巴菲特45年来的商业记录可以被看做是“资产分配”。也许会有人说，巴菲特自50年代开始的事业主要是基金管理。他利用收购公司的方式在整个金融领域遍寻被低估的货币资源，并把这些资源进行典型的资产组合以使其以每年20%—30%的速度增值。他把这个过程中增值的每一美元都转化到伯克夏·哈撒韦（Bershire Hathaway）公开商业实体中去。这些年中，这个持续膨胀的伯克夏保险柜吸纳了数以十亿计的资金。20世纪60年代至70年代间，他收购早以废弃了的纺织公司的决策使他和夫人苏茜拥有34%的股份，并创造了足以令他自豪的同样多的盈利。他为那些委托他管理资金的人们赢得了数以十亿计的财富。

巴菲特如此轻松自信地运用他始终如一的将股东资金进行组合和再投资的方法，这使他获得了应得的10万美元的年薪。超过10万的薪水对他那样的生活方式来说或许显得不大尊重。巴菲特有能力为自己寻得盈利机会而完全不需要为任何人工作。他常常说：“我用不着有3辆轿车或是3幢房子。我有更重要的事情需要关注。毕竟我一次只能开一辆汽车。”

无论是巴菲特的朋友、商业伙伴还是股东，他们对巴菲特的评价都惊人的一致，这正是巴菲特超凡的智力、精熟的财务知识以及他不屈不挠的精神的最好的明证。虽然他是个兴趣广泛的成年人，可他又像是个能点石成金的做事认真的大孩子，这让所有人都无法忘记他。他曾经是同学们倾诉的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

热心的对象。他在 50 年代所写的东西与他在 90 年代所撰写的年度报告存在着惊人的相似性。40 多年中他的经济和政治思维没有丝毫变化，这恰恰证明了他那朴素的智慧、简练的逻辑和卓越的解析数据能力如同科学家操控实验一样精确。

如果只和沃伦·巴菲特在一起待几分钟，也许你会被他朴素的外表和面对陌生人时所表现出的一丝内向所迷惑。如果同他在一起待上 20 分钟，让他能够同你熟悉，你就会听到他那百科全书式的演讲，其内容从大学橄榄球赛到拉美可口可乐销量增长幅度，甚至各主要银行资产负债表无所不包。那些有幸同他待 20 分钟以上的听众所听到的还不只这些。大约有 1.4 万位投资者不惜平均花 1000 美元到奥马哈来只为听他一天演讲。

塑造亿万富翁的基本要素

过去六七十年间成功的投资者们有着相似的烙印。他们都远离公众，坚信自己的思维逻辑，从来不考虑公众的意见。他们如此不尊重华尔街的传统模式，以致他们也没有赢得与其财富相应的声望。著名分析和评论家马丁·弗里德森（Maitin Fridson）曾经说到："许多思考者之所以无法与《福布斯》400 强中的人物相提并论，主要的原因是：像其他人一样用同样的方法处理同样的事情无法在竞争中取胜。"

第二次世界大战刚刚爆发之时，著名投资者约翰·坦普里顿（John Templeton）就曾将他的全部财产投资到股票市场上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去。当时欧洲的凶信以及大萧条带来的恐慌笼罩着美国，整个美国都认为战争将进一步打压股市。但二战毕竟不同于南北战争。南北战争时期，谁都以为只需要打几场小规模的战斗，战争就会在两个星期内结束；而所有投资者都认为二战将在欧洲持续若干个年头并且给全球经济及美国股市带来巨大的压力。

坦普里顿并没有这样看待事情。他确信战争将动摇美国对经济萧条的恐慌，并带来全球经济产出的巨大增长，促进就业率的提高以及刺激美国财富以几十年来未曾出现的速度进行积累。他在当地银行尽最大可能贷款，然后在股市上购买了每一个公开商业公司 100 美元的股票。约翰·特瑞恩（John Train）曾写到：坦普里顿走出股票经纪公司大门时已持有 104 家上市公司的股票，其中 34 家后来破产。然而对坦普里顿来说，当他用全部积蓄投资于股票之时股市的下跌并没什么大不了。他坚信美国制造业这个大火药桶必将带来股市的繁荣。他是对的。4 年之后，坦普里顿出售了他所购买的几乎全部 104 支股票，这些股票最初花了他 10400 美元，而当他出售时这些股票的市值已达 40000 美元。

著名的基金经理约翰·内夫（John Neff）在接手费城的温莎基金时，尽管房地产经纪人一再警告，他仍然买了一幢位于积涝区的房子。后来内夫写道："我把这种警告看做是要我详细考察的建议。"毫无疑问，内夫精确计算了房屋的用处及其潜在增值能力足以弥补洪水可能给房屋带来的损失。他在这幢房子里住了 21 年，并且没有任何"值得遗憾的损失"。

如同 20 世纪其他金融大师一样，内夫将俭朴的美德与对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利的热切追求完美的结合在一起。在搬进新居之前，他一直住在简陋的寄宿处和基督教青年会以便能够将收入的一半存入银行。十几岁时，内夫白天做高尔夫球童，晚上则投递报纸。在叔叔的杂货店工作时，他每日都对产品价格的变动十分留意。内夫始终渴望积累财富，他在一家自动唱机公司做运输员的同时又做了一份推销百科全书的兼职。

事实上，几乎所有伟大的投资者都把敏锐地寻找增加财富的机会看做是最重要能力。著名的公司收购人柯克·柯考里恩（Kirk Kerkorian）在他早年的时候就有很多类似的事情。他从经销商那里购买报废的汽车，把车修好（往往只需要清洗一下引擎），然后再出售：而在这一过程中他能挣5～10美元。当英国皇家空军紧缩预算时，他以每架7000～10000美元的价格购买DC－3型飞机，把它转作民用，再以每架60000美元的价格出售。23岁那年，劳伦斯·蒂什（Laurence Tisch）说服双亲将新泽西一个破旧的娱乐场租了下来，然后整修一新重新投入使用，并最终以头两年的盈利完全买断这个娱乐场。80年代晚期石油产业衰退时，蒂什以500万美元的平均价格购买石油钻塔，然后耐心等待原油价格的回升。当商业周期再次达到顶峰时，同一个油井给蒂什带来2500万美元的利润回报。

坦普里顿、蒂什、内夫和沃伦·巴菲特在积累财富方面所表现出来的坚定与自信使他们有别于普通投资者。虽然他们具有各自不同的家庭和社会背景，但人们通过研究他们的经历可以发现他们共同的特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从100到300亿

沃伦·巴菲特常常谦虚地把他的成就归功于这个繁荣的社会。所谓的：一分耕耘，一分收获。“当年我只有2%的机会成为一个美国人。”他常说，“要是我出生在热带丛林地区，没准我早就成了野兽的美餐了。我之所以能够有现在的成就，是因为我恰好处于这样一个社会，而我又恰好发挥了我的全部才能。”

“生于美国”是沃伦·巴菲特成就的基础，这一点给了他及其他美国人比世界上大多数人领先一步的起点。然而让他进入管理领域最初是他父亲霍华德·巴菲特（Howard Buffett）的设想。霍华德在奥马哈经营着一家房地产经纪公司，并让年轻的沃伦负责张贴股市信息。那是30年代末，当时华尔街富翁制造厂的声誉被一系列事件所影响，这一影响左右着霍华德和他的夫人蕾拉（Leila）教育沃伦的方式。霍华德尽职尽责，诚实保守。他一直为自己的家庭能够摆脱像内布拉斯加其他的农户家庭那种贫困而奋斗。沃伦出生后的年月里，这个家庭经济十分拮据。霍华德一直掌管着家里的财政大权，直到沃伦进入小学并表现出他那惊人的数学天赋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精明的沃伦

显然，从一开始小沃伦就注定要与众不同。关于他小时候的轶闻趣事显示出他对金钱和价值有着特殊的兴趣，对奇异事物的怀疑态度以及为信念而献身的精神。所有这些都是使他成为华尔街职业投资者的最重要的个性。沃伦对股票市场的兴趣可以追溯到他10岁那年。那时他在父亲的公司里负责张贴股市信息，填写股票和债券文件，另一方面他还在业余时间制作股价走势图。当时他迷上了解释股市随机波动，并沉溺于“技术分析员”的工作。如果不是接触了本杰明·格雷厄姆的价值导向方法，或许沃伦现在还在从事技术分析的工作。

成为数学奇才只需要一件事。巴菲特将他的天赋应用于实际，应用于如何寻找和拓展盈利机会的方法。6岁那年，他以25美分的批发价格买进6瓶可口可乐，然后以每瓶10美分的价格售出。或许这就是巴菲特在他一生中所利用过的千百个套利机会中的第一个。11岁时，沃伦和一个朋友设计了一套赌马的方法，他们试图在赛马场出售他们的这套方法。起初他们的工作进展的还算顺利，但是不久就因为没有执照而被赶出了这个行业。还有一次，巴菲特雇用邻里间的朋友到高尔夫球场的小溪和池塘里去捞高尔夫球，然后再把这些球卖掉。作为组织者，巴菲特赚取其中的利润。

十几岁时，巴菲特再也不怀疑他这一生将从事的职业：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票。巴菲特好学、拘谨。他的这种性格使他受其他人尊敬，同时也使他特立于他人；他性格腼腆，这就使他不会同别人打架，但却能使别人为他而打架；当遇到问题时，所有人都会找他来帮忙，而聚会时又会把他抛在一边。他说到："我不是班上最受欢迎的人，但也不是班上最不受欢迎的人，我什么也不是。"他从不间断阅读投资方面的书籍，而且据说当时他几乎背得下他喜爱的那本《赚 1000 美金的 1000 种方法》。他在汽车上、在公园的长凳上、在家中的床上、在所有独处的时候都会读这本书。和朋友打篮球时他会去取《华尔街时报》(the Wall Street Journal)，一旦有了时间他就会读。

他一直都做着计划。1942 年霍华德赢得国会竞选后全家搬往华盛顿，那时沃伦同时保持 5 份报纸发送路线并且始终保持另外 4 份作为后备。每当有顾客取消订报，他就会再从后备中选择一条顾客最多的路线。他母亲曾经写道："当时送报成了他生活的全部。谁都不敢动他存钱的那个抽屉，他挣的每一分钱都在那儿。"不久，巴菲特又加了一条杂志投递线路，他保留着每一个顾客的订报单好让他能确定每一个顾客是否续订。

沃伦还有更多类似的故事。他和他的一个朋友唐·坦利(Don Danly)花 25 美元买了一台弹球游戏机，并把它摆在华盛顿一家理发店里。当他们发现他们只花了几个星期就收回了全部投资后，他们把游戏机扩大到了 7 台，这使他们每周能够获得 50 美元的收入。沃伦每月都会把他们这个小企业的收支情况打印出来。1947 年，坦利从旧车市场买了一部 1928 年出产的劳斯莱斯，大修之后他们把这辆车以 35 美元一天的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格转租出去。

到 15 岁时，巴菲特的积蓄已经足以在内布拉斯加从他父亲那里买下一片 40 英亩的农场。20 岁时，他的财产达到了 9800 美元——大约值现在的 68000 美元。哪怕这 9800 美元每年只获得 25% 的利息，到 1999 年他的财产也会达到 5490 万美元之巨。但是巴菲特自信能够赚得更高的利润，他知道他必须挣更多的钱以实现自己的梦想。

投资基金

1947 年，巴菲特进入宾西法尼亚大学沃顿商学院学习。经过两年的学习，他发现教授们的财务管理知识还不如他，这使他离开了沃顿学院并转校到内布拉斯加大学并在那里完成了他的学业。大学第 4 年，巴菲特读到了《聪明的投资者》，这是基金经理和哥伦比亚大学讲师本杰明·格雷厄姆最新的著作。这本书最终巩固了巴菲特关于金融市场的独特的观点。此时，巴菲特期望继续商业专业的学习。1950 年，他申请进入哈佛大学商学院学习。可在面试中他遭到了拒绝。不久，他又向格雷厄姆执教的哥伦比亚商学院提交了申请，这次他获得了批准，并于 1 年后获得了经济学硕士学位。

巴菲特怀着极大的热情听格雷厄姆的课程，并且据说他是格雷厄姆所教过的最好的学生。这对师生常常在课堂上激烈地争论，而其他学生则目瞪口呆地看着他们。格雷厄姆的课堂是巴菲特一直以来所寻求的宣泄自己观点的地方。此前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他已经尝试过分析股市的机会和时机，而格雷厄姆所教授的内容就像闪电一样击中了他：格雷厄姆认为**股票应当反映一个公司的内在价值，而购买价值被低估的公司则会带来巨大的利润回报**。回顾这段经历，格雷厄姆是巴菲特财务管理知识的导师，是他让巴菲特完成了自己的知识摄取，让巴菲特形成了自己独特的分析方法、价值取向和商业才能，正是这些能力使得巴菲特建立了一套有效地选择股票的方法。

从哥伦比亚毕业之后，巴菲特迫不及待地要将自己受格雷厄姆启发所形成的理论用之于实践。他希望在格雷厄姆的公司中从事他的第一份金融工作，但这位教授拒绝了他。巴菲特回到奥马哈并在父亲的公司中作了股票经纪人。3 年之后，格雷厄姆终于同意雇用巴菲特在他的格雷厄姆—纽曼（Graham - Newman）投资管理公司中工作。在那里，巴菲特学习到管理基金的方法。但仅仅两年之后，格雷厄姆关闭了公司并退了休。巴菲特再次回到家里，此时他的净资产已经达到 14 万美元，而其中大部分是他通过买卖低价股票所赚得。也正是在这段时间里，他与奥马哈的苏珊·汤普森（Susan Tompson）结了婚并生了两个孩子。

虽然巴菲特此时失去了工作，但他仍充满了信心。他开始着手自己的事业并成立了巴菲特合伙制投资基金。这个基金更像是一个皮包公司，因为巴菲特的办公地点是他的卧室，他的全部资产不过是几张演算纸、一本会计账本和一个打字机。巴菲特自己投资 100 美元，说服家人和朋友捐出了 105000 美元，然后就公司开始启动。公司运作的原则十分简单：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 无论资金是否安全，只要巴菲特认为合适，他就有权处理所有资金。
2. 如果基金所得回报不超过6%——与政府债券利息大致相等——则不必支付巴菲特任何佣金。
3. 对回报超过6%的部分，巴菲特的佣金为该部分的25%。
4. 其他投资人不得就巴菲特的投资方法提出任何疑问。
5. 对其他投资人的问题，巴菲特将不予回答。
6. 公司每年只允许一到两次的追加投资。

如今大多数基金经理都有一个固定的佣金比例，通常是他所管理的资金数额的1%～1.5%。这一佣金制度是一个中性的机制，它能够保证即使在经济衰退期间，基金经理也能够得到一定的收入。而巴菲特的补偿性规则则来自于他盈利的自信。这一规则使他能够比普通的基金经理吸纳更多的资金。只要年回报率达到10%，巴菲特的佣金就能够达到全部资金数额的1%。如果年回报率达到20%，他的佣金就占全部资金数额的3.75%。从1957年的105000美元的初始资金起步，到1969年巴菲特结束合伙制为止，基金的总资产已经超过300万美元，而他得到的佣金总数也超过普通基金经理的4倍。13年来他的佣金总数占全部资产的19%。

巴菲特基金最初的投资者包括他的姑姑艾丽丝（Alice），他的姐姐桃丽丝（Doris）一家，苏珊的父亲以及他的3个朋友。然而要获得外人向他的事业投资，巴菲特还需要时间来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证明。巴菲特在奥马哈的邻居，后来成为可口可乐公司负责人的唐·基奥（Don Keough）就是这样一个例子。起初巴菲特向基奥提出投资5000美元作为他孩子的教育基金。基奥拒绝了这个提议。然而随着巴菲特年复一年的奇迹般的成就，赢得新的客户不再成为问题。投资者们从全国各地赶来向这个基金注入资金。CBS主席劳伦斯·蒂什就曾在60年代中期向巴菲特基金投资30万美元。

表 1.1 巴菲特的报酬一览

	合伙人回报率	初始金 $105,000	资金经理 1.25%	巴菲特的报酬
1957	**10.4%**	$115,920	$1,381	$1,155
1958	**40.9%**	$163,331	$1,745	$10,114
1959	**25.9%**	$205,634	$2,306	$8,126
1960	**22.8%**	$252,519	$2,863	$8,637
1961	**45.9%**	$368,425	$3,881	$25,189
1962	**13.9%**	$419,636	$4,925	$7,276
1963	**38.7%**	$582,035	$6,260	$34,305
1964	**27.8%**	$743,840	$8,287	$31,721
1965	**47.2%**	$1,094,933	$11,492	$76,616
1966	**20.4%**	$1,318,300	$15,083	$39,418
1967	**35.9%**	$1,791,569	$19,437	$98,543
1968	**58.8%**	$2,845,012	$28,979	$236,487
1969	**6.8%**	$3,038,472	$36,772	$5,690
合计			**$143,411**	**$583,276**

巴菲特管理基金的方式多少有些与众不同。或许巴菲特将他的投资方式对客户保密会有更好的效果，这是因为有些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户或许无法容忍自己在基金中毫无发言权的地位。巴菲特尽可能寻找那些将要进行资产重组的公司进行投资，这就使得大部分资金用于套利投机。为了追求更多的利润回报，巴菲特在套利投机中还常常贷款。他将投机剩余的资金用于普通的股市投资，这部分资金通常只局限于三四个公司的股票。最后，随着他手中的资金的逐渐扩大，巴菲特通过财政杠杆已经能够控制他所投资的公司了。这时，巴菲特发现他能够收购那些价值被低估的公司，并改善公司财务状况，然后他就能以更高的价格将公司出售来赚取更多的利润。巴菲特就是在这个时候组建了他著名的伯克夏·哈撒韦投资公司。

随着基金资产的增加，巴菲特自有资产也随着大幅增加。他把25%的佣金提成每年都再投入到基金中去，这就使他的自有资产增加的速度大大超过基金本身的发展速度。根据他分红的记录，到1964年，巴菲特自己在基金中的投资已经超过了230万美元。1966年，这一数字达到690万美元。而到了他结束合伙制的1969年，基金总资产已经超过1.04亿美元，其中巴菲特自己的资产大约有2000~2500万美元。

他已经走上了他自己一生的投资道路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2
CHAPTER

积累财富（续）

伯克夏·哈撒韦：巴菲特经典之作

1969年，当沃伦·巴菲特结束了他的投资合伙事业时，这个39岁的留着平头的人已经拥有了2500万美元财富，他的阅历已经足够丰富。他开始担忧起股市中公司的价值水平，并已经向投资者提出警告远离股市。就像在1999～2000年的情况一样，1969年的华尔街具有明显的崩溃迹象：有利好消息的股票的价格远远超出其实际价值，而其他股票却一路下跌。

对巴菲特来说，这种背反现象意味着一件事：理性的丧失。无论做出过什么样的承诺，任何认真的投资经理都无法再给客户带

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来满意的回报率。对股市的任何分析都不再有作用。有着利好消息的股票价格被机构经理们勉力支撑。如当前的情况如出一辙，这些机构经理们大约30岁左右，从来都不知道什么是熊市。相反，除了利空的消息之外，股市中最普遍的是那些促使股价下跌的因素。简而言之，股票价格被普遍高估，这还不算另外一种普遍现象：被低估的股票也在下跌。

这与本杰明·格雷厄姆所宣扬的观点恰恰相反。他认为股价若低于其账面价格或清算价格，那么股价最终将回升到其正常价格。任何文献中都不曾预见到被低估的股票价格会进一步下跌。尽管巴菲特仍然保持着与道氏工业指数相比更好的业绩，尽管他的这一成就已经持续了13个年头，他的业绩还是有所下降。寻找能够在如此高价的股市中领跑的股票的工作逐渐地消耗着以技术分析为主的基金经理们。他们中的大多数都抛掉了分析模型，转而加入了猎取消息的行列以取悦客户。

此时，巴菲特理智地停止了投资，他警告合伙人说股市上的高价将会急剧下跌。他写到："我们非常幸运。如果这一年我们没有及时的清算，就将会遭受巨大的损失。在我的投资生涯中，我第一次认识到处于高超的投资管理与消极的债券投资之间的那些一般的投资者几乎没有任何盈利的机会。"

1.04亿资产并非一蹴而就。1963年，巴菲特购买了26.6万股西部天然气公司（Western Natural Gas）的股票。当西部天然气公司将其油气所有权出售给辛克莱石油公司（Sinclair Oil）时，他曾希望这笔交易能够尽快结算并收回大部分投资。然而直到1969年，交易仍然没有完全清算，这就使它的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东无法将股票变现。这时，巴菲特不得不面临着一个选择：他是将股票出售变现，还是将这些股票分给每一个合伙人。

这种投资的一个例子是马萨诸塞州新贝德弗德（New Bedford）的伯克夏·哈撒韦纺织厂。1962年巴菲特开始为合伙人积累股票并为每股支付7~8美元。收购伯克夏的想法直接来自于格雷厄姆的思想：伯克夏的股价甚至不到其经营资本的一半。哪怕伯克夏股价仅仅上涨到其资产平衡表的账面价格，也会给巴菲特带来3倍的回报。仍然是出于格雷厄姆的方法和对被低估公司的追逐，巴菲特尽可能地收购这家公司的股票。到1965年，巴菲特和他的合伙人控制了伯克夏的49%的股份。就在那年5月，这位来自奥马哈的不起眼的基金经理完全控制了伯克夏。

从巴菲特的文字记载中可以清楚地看出，当时他并不想长久地持有伯克夏的股份，然而各种因素造成的投资良机使他向伯克夏持续不断注入资金。当巴菲特解散合伙关系时，他向客户提出两种选择：要么按照自己的份额持有伯克夏的股份，要么拿走相应的现金。当所有客户做出选择后，巴菲特个人拥有了伯克夏29%的股份。1970年，他以5万美元的年薪做了伯克夏的总裁。

从那时起，巴菲特的命运就不可避免地与伯克夏连在了一起，也正是从那时起，他开始站在自己职业道路的起跑线上。他此时突然从公开股票市场上销声匿迹，正是为了筹划他未来投资计划的根基。他的财产将与伯克夏的财产共同消涨，而不再是在股市上周旋。只要他能够不断提高伯克夏的内在价值，他就能最终增加自己的净资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1967年伯克夏以8600万美元收购奥马哈的国民保障保险公司（National Indemnity）是巴菲特在伯克夏的第一项重大决定。在那些年里，巴菲特深入了解了保险行业的知识，他发现投资国民保障公司的潜在价值。就像大多数保险公司一样，国民保障公司经常性地保有大量流动资产可供再投资。

事实上伯克夏·哈撒韦公司并没有多余的现金供巴菲特使用，而且从所有迹象都表明它也不可能有足够的现金。在那些日子里，资本化充分并且经营谨慎的保险公司会保有大量的现金。在巴菲特看来，运用这笔资金要比基金吸纳新客户更为方便。巴菲特就这样做出了决定。在后来的30年中，伯克夏·哈撒韦成为世界上最大的公开投资基金，并且其经营利润每季度都流回到奥马哈供巴菲特再投资。巴菲特的经营理念十分直接：

1. 缩减被控制公司的成本以及从其现有业务现金流中抽取资金。
2. 利用伯克夏公司不断增加的现金流获取公司完全的控制权，确保以足够低的价格购买现金充裕的公司，使伯克夏的初始投资获得高回报率，从而增加其净资产。
3. 利用从所控制公司的现金流公开投资于股市与债券市场。
4. 控制具有高免赔额的保险公司，以其作为股票与债券市场投资渠道。选择能够提供低成本现金流的保险公司以扩充投资基金，并使巴菲特通过财务杠杆赚取回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报。

当巴菲特收购诸如通用再保险公司（General Reinsurance)、奶制品王后公司（Dairy Queen）或是在股市上投资吉列公司时，他用于冒险的资金完全不是他的自有资产。通常，由巴菲特或合伙人及基金经理娄·辛普森（Lou Simpson）决策，由伯克夏收购的几家保险公司中的一家人市买卖。由于巴菲特每年都从各保险公司中调配资金，因此有充裕的资金进行收购。保险公司持有现金以应付收购时所需的资金，而从这种交易中得到的收入只需交纳少量的税收。这一切都使巴菲特的回报率远远高于普通的投资基金经理。

伯克夏最具竞争力的优势在于它有着优异的资产负债关系和在资产分配上的良好记录，其实力足以使伯克夏比其他基金采取更为激进的策略。一般情况下，保险公司将资金投资于政府债券，最近几年来根据市场状况，投资于政府债券的比例大多维持在5%～7%。事实上许多保险公司都把自己的业务局限于投资等级较高的公司和政府债券，这是因为从历史上看，政府调节员不希望保险公司过于自由草率地使用投保人的保费。这些公司也不希望在出现比如冰雹等突发事故后面临挤兑时难以应付。同时州及地方财政官员也面临着同样的投资约束。在轻松的经济环境下，这些官员为了多增加一些回报也许会稍微激进。

然而伯克夏·哈撒韦并没有这些约束。内布拉斯加保险局及其分支机构给了巴菲特很大的自由以处理投保人的保费，这使巴菲特能够将保险公司的资金转化为更高的回报。这样，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特就能够自由运用伯克夏保险单所带来的数十亿资金。再者，他可以运用保险公司的资金收购公共或私人的整家企业，并把它们转做伯克夏这个集团的一员。尽管伯克夏书面的保费金额规模相对不大，但巴菲特在投资方面的这种自由权力，使得伯克夏赢得了远远高于竞争对手的回报率。伯克夏的保险业务在整个保险行业所占比重或许只有不到2%，但它所持有的股票是整个保险行业所持股票的20%～25%。1999年，伯克夏的回报中的65%是来自于股票市场，这一数字远远超过行业平均水平。伯克夏年回报率达到20%，几乎是其他保险公司回报率的两倍。

保持在竞争中的长期优势地位及组合资产的能力使得伯克夏在保险行业中达到了最佳的经营业绩，同时也是伯克夏敢于将大量的保费投资于股市的原因。它自有一套商业循环体系，而这套体系任何其他保险公司都无法套用。

事实上，伯克夏真正的力量在于它对财务杠杆的运用，即利用超过公司资产的资金进行投资的能力。假设资产负债表上伯克夏拥有1亿资产，并且每年还能接受5亿保费。巴菲特能够动用的资金就是6亿美元。如果他运用这些资金能够获得10%的利润回报，对于伯克夏来说就是6000万美元的利润，这相当于伯克夏初始资产60%的回报率。虽然巴菲特最终仍然要归还5亿美元给投保人以进行赔付，但在他归还之前，他仍然可以自由使用这笔资金。如果巴菲特运用这些资金的年回报率达到20%，伯克夏的账面价值就以惊人的速度上涨，而这又会导致股价以相应幅度上涨（参见第10章）。

这其中的诀窍在于以尽可能低的价格获得流动资金，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这方面，任何保险公司做得都不如伯克夏·哈撒韦。只要保险公司每年所创造的保费超过它每年的赔付，剩余部分就完全可以自由支配。然而一旦年赔付超过了保费，流动资金就面临着危险。这时投资经理就必须利用流动资金的回报去抵消赔付。伯克夏收购国民保障保险公司时，巴菲特可支配的流动资金有 2000 万美元。但到了 1999 年，这一数字达到了 253 亿美元。更为重要的是，这些流动资金过去 33 年的总成本已经被扣除在外了。

在整个 70 年代，巴菲特使他在伯克夏公司中的 29% 的股份逐渐地增加。到 70 年代末，巴菲特及其夫人已经拥有公司 46% 的股份。巴菲特大约拥有其中的 52 万股，平均成本为 32.45 美元。他几乎所有的财产都与伯克夏的股价紧密相关。因此保持公司的成长与确保个人的高回报率就是同一回事了。

表 2.1 巴菲特经营伯克夏的业绩

	每股		伯克夏·哈撒韦公司			$ 10,000 投资	
日期	账面价值	% 增长	至 12 月 31 日的价格 *	年回报率	S&P500 回报率	对于巴菲特	对于 S&P500
1965	$ 24	23.8%	$ 19		10.0%	$ 10,000	$ 10,000
1966	$ 29	20.3%	$ 17	-8.0%	-11.7%	$ 9,200	$ 8,830
1967	$ 32	11.0%	$ 20	15.7%	30.9%	$ 10,644	$ 11,558
1968	$ 38	19.0%	$ 37	82.7%	11.0%	$ 19,447	$ 12,830
1969	$ 44	16.2%	$ 42	13.5%	-8.4%	$ 22,073	$ 11,752
1970	$ 50	12.0%	$ 39	-7.1%	3.9%	$ 20,506	$ 12,211
1971	$ 58	16.4%	$ 69	79.5%	14.6%	$ 36,807	$ 13,993
1972	$ 71	21.7%	$ 79	14.3%	18.9%	$ 42,071	$ 16,638
1973	$ 74	4.7%	$ 71	-11.3%	-14.8%	$ 37,317	$ 14,176
1974	$ 78	5.5%	$ 40	-43.7%	-26.4%	$ 21,009	$ 10,433
1975	$ 95	21.9%	$ 38	-5.0%	37.2%	$ 19,959	$ 14,314
1976	$ 151	59.3%	$ 89	147.3%	23.6%	$ 49,358	$ 17,693

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	每股		伯克夏·哈撒韦公司			$ 10,000 投资	
日期	账面价值	% 增长	至 12 月 31 日的价格*	年回报率	S&P500 回报率	对于巴菲特	对于 S&P500
1977	$ 200	31.9%	$ 138	46.8%	-7.4%	$ 72,458	$ 16,383
1978	$ 248	24.0%	$ 152	13.8%	6.4%	$ 82,457	$ 17,432
1979	$ 336	35.7%	$ 320	102.5%	18.2%	$ 166,976	$ 20,604
1980	$ 401	19.3%	$ 425	32.8%	32.3%	$ 221,745	$ 27,260
1981	$ 526	31.4%	$ 560	31.8%	-5.0%	$ 292,259	$ 25,897
1982	$ 738	40.0%	$ 775	38.4%	21.4%	$ 404,487	$ 31,439
1983	$ 976	32.3%	$ 1,310	69.0%	22.4%	$ 683,583	$ 38,481
1984	$ 1,109	13.6%	$ 1,275	-2.7%	6.1%	$ 665,126	$ 40,828
1985	$ 1,644	48.2%	$ 2,430	93.7%	31.6%	$ 1,288,350	$ 53,730
1986	$ 2,073	26.1%	$ 2,820	14.2%	18.6%	$ 1,471,296	$ 63,724
1987	$ 2,447	19.5%	$ 2,950	4.6%	5.1%	$ 1,538,975	$ 66,974
1988	$ 2,976	20.1%	$ 4,700	59.3%	16.6%	$ 2,451,587	$ 78,091
1989	$ 4,298	44.4%	$ 8,675	84.6%	31.7%	$ 4,525,630	$ 102,846
1990	$ 4,614	7.4%	$ 6,675	-23.1%	-3.1%	$ 3,480,210	$ 99,658
1991	$ 6,437	39.6%	$ 9,050	35.6%	30.5%	$ 4,719,164	$ 130,053
1992	$ 7,745	20.3%	$ 11,750	29.8%	7.6%	$ 6,125,475	$ 139,937
1993	$ 8,854	14.3%	$ 16,325	38.9%	10.1%	$ 8,508,285	$ 154,071
1994	$ 10,083	13.9%	$ 20,450	25.0%	1.3%	$ 10,635,357	$ 156,074
1995	$ 14,025	43.1%	$ 32,100	57.4%	37.6%	$ 16,740,051	$ 214,758
1996	$ 19,011	31.8%	$ 34,100	6.2%	23.0%	$ 17,777,934	$ 264,152
1997	$ 25,488	34.1%	$ 46,000	34.9%	33.4%	$ 23,982,434	$ 352,379
1998	$ 37,801	48.3%	$ 70,000	52.2%	28.6%	$ 36,501,264	$ 453,160
1999	$ 37,987	0.5%	$ 56,100	-19.9%	21.0%	$ 29,237,512	$ 548,323

*年终收盘价

表 2.1 与图 2.1 显示了巴菲特的成就。自 1965 年接管伯克夏以后，巴菲特使伯克夏的账面价值和股票价格保持了超过 20%的年均增长率。在 1965 ~ 1999 年的 35 年中，伯克夏的股票回报率达到了惊人的 11%。巴菲特在伯克夏的经营记录就像是汉克·艾龙（Hank Aeron）在 35 年中打出了 40 个本垒打，迈克尔·乔丹（Michael Jordan）连续 20 年在 NBA 中得分领先，或者杰克·尼克劳斯在 70 岁时才第一次获得大锦标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

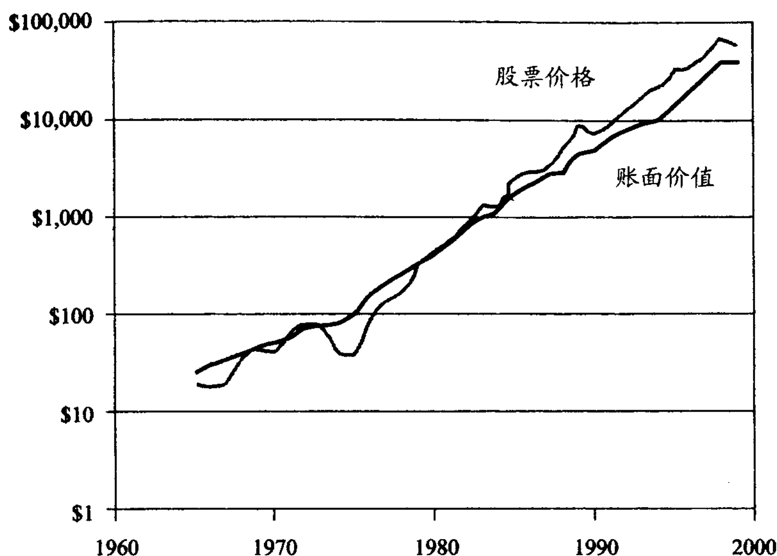


图 2.1 伯克夏的账面价值和股票价格增长

赛冠军一样惊人。在这样一个统计数据告诉人们只会年复一年的失败的领域，巴菲特却一再打破自己所创造的记录。

增加账面价值

早年合伙投资基金的经营对巴菲特来说至关重要，因为巴菲特失去了起步的领先地位（即到 1970 年时资产 2500 万的记录），如今他也不会成为亿万富翁。就他目前的成就而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言，五六十年代他所进行的各种投资与他后来所进行的大规模投资同样重要。然而巴菲特的身份显然是自他接管伯克夏以后才得以发生转变的。那时他最重要的目标是年复一年地增加伯克夏的账面价值，从而推动股票价格不断上涨，使得小规模的困难和经济转向对它不再有任何影响。同其他伟大的基金经理一样，巴菲特购买标准－普尔500股票是他从占人口大多数的普通人中脱颖而出并把握机会的标志。他的朋友，作家大卫·克拉克（David Clark）曾说："这也许是沃伦最非凡的行动。他与其他职业投资者买卖同样的股票，但成就却超过了所有人。"

到70年代末，巴菲特抛弃了格雷厄姆最严格的价值导向原则。他此时的投资哲学更接近于与格雷厄姆同时代的基金经理和作家费利普·费雪（Philip Fisher）。格雷厄姆的方法代表了诞生于1929年经济崩溃和大萧条的对待股市的讽刺态度，而费雪则从这些心理陷阱中发展出一套新的观点，即认为股市是美国经济每一步增长的真实反映。根据费雪的"增长导向"的方法，社会总产出的不断增长必然同时反映在公司的销售、收入以及公司估价之上。如巴菲特所说，继续将资金倾注在廉价股票上"只会留下一阵金色烟雾"。这就像花钱买一辆报废的二手车一样，或许它还能完好地跑上一会儿，但最终它注定会将你的精力全部吸干。

巴菲特从廉价股票投资者的转变十分合理。将伯克夏·哈撒韦建成一个财务发电站不能只靠投资于诸如罗克伍德可可公司（Rockwood Cocoa）、桑伯恩制图公司（Sanborn Map）、西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部天然气公司、坦普斯特制造公司（Dempster Mill Manufacturing）、霍克柴德公司（Hochschild）、科恩公司（Kohn & Co.）以及蓝片邮票公司（Blue Chip Stamps）等7家他早期曾关注过的公司。随着伯克夏的成长，巴菲特的投资也必须同时成长。他只能期待偶尔会狂乱的股市能给他带来好机会。

导致伯克夏惊人的股市经营业绩的因素

表2.2尽可能详尽地总结了伯克夏·哈撒韦公司在过去20年中的主要投资。表中列出了巴菲特到1999年9月为止在这些投资上所得到的收益。由于巴菲特总是在交易完成之后很久才披露其交易细节，因此我们只能对这些交易的收益进行估算。我首先要根据巴菲特出售股票的价格区域并确定其平均售价。到1999年，表中所列出的14种股票为伯克夏所带来的税前利润合计约为340亿美元（以后几章将说明巴菲特如何为伯克夏的投资进行股票选择）。这14支股票在伯克夏·哈撒韦的账面价值及巴菲特的净资产的增长中有着重要的作用。从税后利润来看，这些股票所产生的收入占伯克夏·哈撒韦公司1999年账面价值的40%以上。如果没有这些普通股，伯克夏·哈撒韦的股价将远远低于其现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.2 伯克夏·哈撒韦在过去 20 年的主要投资

股票	至 1999 年 股票收益	基本成本	税前利 润(百万)
可口可乐公司	200,000,000	$ 6.50	$ 11,700
美国运通	50,536,900	$ 29.09	$ 5,775
吉列公司	96,000,000	$ 6.25	$ 3,360
弗雷蒂·马克公司*	60,298,000	$ 5.11	$ 3,300
威尔斯·法戈公司*	63,595,180	$ 6.16	$ 2,535
GEICO(pre buyout)	34,250,000	$ 1.33	$ 2,348
所罗门/旅行者公司*	Sold in 1998	$ 25.47	$ 1,400
投资天地/ABC/迪斯尼*	51,202,242	$ 5.49	$ 1,311
华盛顿邮报	1,727,765	$ 6.14	$ 930
美洲航空*	Sold in 1998	$ 38.74	$ 550
通用动力公司*	7,693,637	$ 18.00	$ 450
加内特公司*	4,261,300	$ 24.45	$ 300
M&T 银行	506,930	$ 79.00	$ 235
PNC 银行	Sold in 1995 – 97	$ 25.86	$ 150
投资总计			**$ 34,344**

* *Includes profits from shares previously sold.*

* *General Dynamics profits include a special dividend and profits from shares sold from 1994 to 1997.*

* *Profits include dividends from convertible preferreds.*

巴菲特拥有伯克夏的 33.7% 的股份，因此从理论上来说，他为公司所创造的税后每一美元都属于他自己。这是另一项易被人们忽视的财富。自 60 年代接管伯克夏以来，他将自己的净资产从 2500 万美元积累到了 300 亿美元，而所支付的资本税却相对少得多。巴菲特利用伯克夏·哈撒韦作为他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资媒介，这就意味着证券投资收益属于伯克夏的经营收入，而不是巴菲特的个人收入。这样，证券投资收益增加了伯克夏的账本底线，巩固了它的税收状况，同时还增加了伯克夏的账面价值和内在价值。在这些年份里，不断增长的投资金额对伯克夏公司的股价产生了直接的影响，同时也对巴菲特的净资产产生了相应的影响。如果巴菲特要出售伯克夏的股份，他就必须交纳相应的税金，但是20多年来他从来没有出售过伯克夏的股份。偶尔他会捐赠适当的股份，但他和夫人始终保持着在六七十年代所购买的几乎全部股份。

伯克夏账面价值的提高与巴菲特净资产的增长并不仅仅是由于他在股票投资方面的成就。长期创立的信用也发挥了一定的作用。伯克夏·哈撒韦由业务范围差异巨大的多个公司组成，而巴菲特用增加现金流的目的将它们糅合在一起。这些公司的经营范围包括宝石行业（鲍尔舍姆珠宝公司）、真空吸尘器制造（科比公司）、冰淇淋经销（奶制品皇后公司）、飞机出租（埃克赛可蒂夫·杰特航运公司）、保险（GEICO）以及糖果销售（西斯糖果公司）等等（见表2.3和表2.4）。

表2.3 伯克夏·哈撒韦的全资企业

保险集团—1999年收入，$14.7 10亿;资产，$842亿	
GEICO	Private auto insurance
伯克夏·哈撒韦再保险公司	Catastrophe reinsurance
通用再保险公司	Property/casualty reinsurance
国家理赔公司	Multiline commercial insurance
塞普莱斯保险公司	Worker's compensation

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险集团—1999 年收入，$ 14.7 10 亿；资产，$ 842 亿	
Central States Indemnity	Credit card insurance

制造业、零售业、服务业—1999 年收入，$ 59 亿；资产，$ 40 亿	
阿德莱特电器公司	Electrical accessories
蓝片邮票公司	Marketing services
鲍尔舍姆珠宝公司	High – end jewelry
布法罗新闻	Daily newspaper
坎普贝尔·豪斯菲尔德公司	Air compressors, washers, generators
无忧公司	Recreational vehicle accessories
克里夫兰木制品公司	Vacuum cleaner accessories
戴克斯鞋业	Dress, casual, athletic shoes
道格拉斯制品公司	Vacuum cleaners
埃克赛可蒂夫·杰特航运公司	Aircraft leasing
费希海默兄弟公司	Uniforms and accessories
飞安国际公司	Pilot training services
法兰西公司	Ignition components
H·H·布朗鞋业	Work shoes and boots
哈利克斯公司	Conduit fittings
赫尔茨堡钻石公司	High – end jewelry
国际乳品王后公司	Licensing of ice cream chain
乔丹家具公司	Home furnishings
贾斯汀实业公司	Concrete building products, shoes
金斯顿公司	Appliance controls
科比公司	Vacuum cleaners
劳威尔鞋业	Women's, nurses'shoes
玛利亚姆公司	Pressure control devices
内布拉斯加家具连锁	Home furnishings
北陆公司	Electric motors
帕弗温奇公司	Marine winches, hoists
精密钢铁制品公司	Steel service center

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险集团—1999 年收入，$ 14.7 10 亿；资产，$ 842 亿	
奎尔特公司	Cutlery
司科特医疗器械公司	Cardiopulmonary equipment
司科特实验室	Cleaning solutions
西斯糖果公司	Boxed Chocolates
斯塔赫公司	Truck equipment
星辰家具公司	Home furnishings
威尼燃气系统公司	Oil and gas burners
威尼给水系统公司	Sump pumps
西部实业公司	Gas fittings and regulators
西部塑料制品公司	Molded plastics components
R·C·威利公司	Home Furnishings
世界图书公司	Printed, multimedia encyclopedias

金融服务—1999 年收入，$ 8.46 亿；资产，$ 242 亿
司科特·菲茨财务公司
伯克夏·哈撒韦人寿保险公司
伯克夏·哈撒韦信托公司
BH 财务公司
一般金融衍生产品

在纸上谈论这些投资似乎没有什么意义。但是在巴菲特收购这些公司时它们都具有十分重要的意义：

1. 它们都是商业结构简单的盈利公司。
2. 它们都能够产生大量的现金流，以供巴菲特进行再投资。
3. 它们在各自的领域内都是相对较大的企业，能够维持自己在领域内的地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.4　伯克夏·哈撒韦的运营利润（亏损）（百万美元）

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
保险集团													
再保险										(8)	128	(21)	(1,440)
GEICO										171	281	269	24
其他主营	(55)	(11)	(24)	(27)	(120)	(109)	31	130	21	59	53	17	22
投资收入	153	231	244	327	332	355	375	419	502	726	882	974	2,482
布法罗新闻	39	42	46	44	37	48	51	54	47	60	56	53	55
金融服务						20	23	22	21	23	28	205	125
航空服务										3	140	181	225
家具	17	18	17	17	14	17	22	17	30	44	57	72	79
奶制品皇后公司												58	56
珠宝									34	28	32	39	51
Scot Fetzer	92	97	98	102	97	110	111	121	110	122	119	137	147
(includes Kirby, World Book, and Fechheimer)													
西斯糖果公司	32	33	34	40	42	42	41	48	50	52	59	62	74
鞋业集团					14	28	44	86	58	62	49	33	17
会计调整	(8)	(9)	(9)	(9)	(10)	(12)	(17)	(23)	(27)	(76)	(101)	(123)	(739)
利息支付	(12)	(36)	(42)	(76)	(89)	(99)	(57)	(60)	(56)	(94)	(107)	(100)	(109)
捐赠	(5)	(5)	(6)	(6)	(7)	(8)	(10)	(10)	(12)	(13)	(15)	(17)	(17)
其他	29	57	37	71	90	68	29	36	37	73	60	60	33
运营利润	282	418	393	483	400	461	643	839	815	1,221	1,721	1,899	1,085
投资利润	**29**	**132**	**224**	**34**	**193**	**90**	**546**	**91**	**194**	**2,485**	**1,106**	**2,415**	**1,365**
全部盈利	**310**	**550**	**617**	**517**	**593**	**551**	**1,190**	**931**	**1,009**	**3,706**	**2,827**	**4,314**	**2,450**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 它们都有稳定的管理者。巴菲特说过："我们无法提供这一点。我的工作是保持15～20名热爱其工作的经理，因为他们中的大部分人都十分富裕，必须依靠兴趣才能保持他们工作的热情。"
5. 巴菲特购买这些公司的价格对于增加伯克夏的账面底线具有经济价值，这一价值能够用数学来证明。巴菲特购买内布拉斯加家具店就是这样一个例子。罗斯·布拉钦（Rose Blumkin）回忆道："他（巴菲特）来到店里对我说：'今天是我的生日，我想购买你的商店。你想卖多少钱?'我对他说：'6000万。'然后他立刻去取了张支票回来。"

最后一点对巴菲特来说也许最为重要。如果不能用数学证明一项投资（无论购买公司还是股票）的收益，那么就应该耐心等其价格与价值确立适当的关系。下一章我们将探讨巴菲特的方法与选股标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2

P A R T

DEVELOPING A MATHEMATICAL MIND

发展数学头脑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3

C H A P T E R

巴菲特数学 101

增长的力量

金融领域的发展使得从事这一行业的人们能够分析并解决任何问题。投资者们能够将个人财务问题简化为一系列数学等式，这还要多谢近几个世纪以来数学的发展。数学枯燥无味，毫无感情色彩和偏见。在任何情况下你都能将选择股票时常常出现的感情困扰所带来的不理性因素彻底排除，从而优化决策。

财务计划人相信我们通常所面对的 80% 以上涉及金钱的难题都可以通过常用的数学方法解决。例如应用简单的代数学知识，消费者能够计算租车和买车哪个更划算些，能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够确定推迟4月15日的缴税和按时缴税但申请退税哪种方法更为有利，能够确定固定利率的抵押贷款是否比信用卡分期支付或是一次性支付更为有利，能够计算自己投资与雇专家投资并支付佣金哪种方式盈利更多。

上述这些选择与成百上千个作为消费者必须做出抉择的问题一起，就构成了决定个人长期财务状况的关键因素。表面上看来，这些决定似乎困难重重，但实际上只需花几分钟就能全部解决它们。像沃伦·巴菲特那样成功的投资者们依靠数学获取他们的灵感。但与其他众多专业投资人不同的是，巴菲特并不全盘依赖于从数据中发掘信息。任何人都能够篡改数据并使危险的投资看起来十分安全，或使高估了的证券看起来十分廉价。例如改变收入预期中的假设条件，使25美元的股票看上去值100美元甚至更多等等都显得十分容易。

然而就本质而言，投资是一个简单的过程。人们最多只需要去理解基本的代数学知识以选择股票。利用8年级或9年级所学到的数学知识，初学者能够在长期中获得很高的回报率。“如果（选股）需要微积分的方法，我就得回去卖我的报纸去了。”1994年，巴菲特在一次证券分析员的聚会上这样说到，“你所要做的基本上只是试图确定公司的价值。你的确需要按照股份拆分资产，这样你必须懂得除法。如果你想买一个农场或是一套公寓或是一部干洗机，我以为你完全用不上微积分知识。你是否做出了正确的决定依赖于公司未来的盈利能力，其次关系到你购买这项资产的价格。”

在投资中，数学并不是投资者的目标，而是他的工具。巴菲特相信人们不是消费股票选择方法，而是利用选择方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做出理性的判断：特定的交易有没有意义。有了几条基本的财务分析原则，投资者能够对迥然不同的股票做出与巴菲特一样严格的分析判断。如果某种计划或购买持有的策略在数学上可行，那么就应该执行这一策略。如果数字显示股票选择策略不可行，那么就要将此策略推迟进行。

复利的力量

对像沃伦·巴菲特这样的人来说，不需要说明他们也明白复利的力量至关重要。在投资中没有任何因素比时间更具影响力。时间比税收、通货膨胀及股票选择方法上的欠缺对个人财产的影响更为深远，要知道时间扩大了那些关键因素的作用。选股时的欠缺或许当天就能带来 2000 美元的损失，但是一个犹豫不决的选择则可能因为错过一次时机而损失 5 万。经常进行短期交易或许能够在短期内给投资者带来丰厚的回报，但从整体上看，短期交易会带来本来可以避免的巨额税收负担。同样，持久的通货膨胀，由于价格水平的持续上涨，会给投资者带来沉重的负担。“手段与目标绝对不能混淆，”巴菲特在给一位合伙人的信中写到，“目标只能是税后的最大复利率。”

有一个古老的故事，说的是印第安人要想买回曼哈顿市，到 2000 年 1 月 1 日，他们得支付 2.5 万亿美元。而这个价格正是 1626 年他们出售的 24 美元价格以每年 7% 的复利计算的价格。时间仍然流淌。到了第 2 年，曼哈顿的理论估价达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了头一年的 7 倍，175 万亿美元。第 3 年，估价将再次高出 187 万亿美元。然后第 4 年，200 万亿，如此等等。让财富按照复利方式积累并免征税收（如果可能的话），个人能够通过这种方式有效地提高自己的生活水准。

表 3.2 投资成长的大致年份

盈利率	双倍	3 倍	4 倍	10 倍
4%	18	28	36	59
6%	12	19	24	40
8%	9	15	18	30
10%	8	12	15	25
12%	7	10	13	21
14%	6	9	11	18
16%	5	8	10	16
18%	5	7	9	14
20%	4	7	8	13
22%	4	6	7	12
24%	4	6	7	11
26%	3	5	6	10
28%	3	5	6	10
30%	3	5	6	9

让时间为你而发挥威力。选择良好的公司并以合适的价位购买股票，这样做很少能使投资人遭受损失，你所需要做的只是耐心地等待股价跟随公司的成长而上涨。巴菲特多次说过："时间是优秀企业的朋友，是不良企业的敌人。"资金良好的企业将看到其内在价值稳定地上升，同时在上升的第一步中都体现为股票价值的上涨。大约 5 年或者更长些时间，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司价值的变化与股票价格的变化将表现出紧密的相关性。对投资者来说，看着大型公司的销售与收入不断稳定地增长，无异于梦想成真。随着时间的流逝，复利的力量开始发挥作用，它使你的净资产获得发展的动力，并使它们以日益增大的数额积累。

表 3.1 和 3.2 展示出复利计算方式下不同的利率所带来的结果。在此将出现以下两个现象：

1. 时间将对最终的财富数量产生巨大的影响。计息时间越长，最终的数量越多。
2. 回报率将成为决定最终财富数量的决定性杠杆。最初增加几个百分点，都能够使最终财富数量产生难以估量的增加。以 6% 的年回报率计算，最初的 1 美元在 30 年后将成为 5.74 美元。当回报率达到 10%，最初的 1 美元在 30 年后将变成 17.45 美元。而当回报率达到 20、30 年后的数字将是 237 美元。

复利计算的结果激励着巴菲特的早年生活，因此产生了大量他如何计算复利和年金以帮助自己估算投资价值并保持个人投资直线上升的记录。传记作者罗杰·劳恩斯坦（Roger Lowenstein）曾经提起巴菲特 7 岁那年突然得了重病。在他躺在医院病床上的那段日子里，巴菲特在纸上演算自己未来每一年的资产数量，并用这种方法自娱自乐，逗护士开心。

在巴菲特合伙公司 1962 年的年度报告中，他打破了自己对股市的例行评论，转而讨论起“复利带来的喜悦”。40年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.1 复利的效果：50 年后 1 美元将变成多少

增长率

年	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%	28%	30%
1	$1.04	$1.06	$1.08	$1.10	$1.12	$1.14	$1.16	$1.18	$1.20	$1.22	$1.24	$1.26	$1.28	$1.30
2	$1.08	$1.12	$1.17	$1.21	$1.25	$1.30	$1.35	$1.39	$1.44	$1.49	$1.54	$1.59	$1.64	$1.69
3	$1.12	$1.19	$1.26	$1.33	$1.40	$1.48	$1.56	$1.64	$1.73	$1.82	$1.91	$2.00	$2.10	$2.20
4	$1.17	$1.26	$1.36	$1.46	$1.57	$1.69	$1.81	$1.94	$2.07	$2.22	$2.36	$2.52	$2.68	$2.86
5	$1.22	$1.34	$1.47	$1.61	$1.76	$1.93	$2.10	$2.29	$2.49	$2.70	$2.93	$3.18	$3.44	$3.71
6	$1.27	$1.42	$1.59	$1.77	$1.97	$2.19	$2.44	$2.70	$2.99	$3.30	$3.64	$4.00	$4.40	$4.83
7	$1.32	1.50	$1.71	$1.95	$2.21	$2.50	$2.83	$3.19	$3.58	$4.02	$4.51	$5.04	$5.63	$6.27
8	$1.37	1.59	$1.85	$2.14	$2.48	$2.85	$3.28	$3.76	$4.30	$4.91	$5.59	$6.35	$7.21	$8.16
9	$1.42	1.69	$2.00	$2.36	$2.77	$3.25	$3.80	$4.44	$5.16	$5.99	$6.93	$8.00	$9.22	$10.60
10	$1.48	1.79	$2.16	$2.59	$3.11	$3.71	$4.41	$5.23	$6.19	$7.30	$8.59	$10.09	$11.81	$13.79
15	$1.80	2.40	$3.17	$4.18	$5.47	$7.14	$9.27	$11.97	$15.41	$19.74	$25.20	$32.03	$40.56	$51.19
20	$2.19	3.21	$4.66	$6.73	$9.65	$13.74	$19.46	$27.39	$38.34	$53.36	$73.86	$102.00	$139.00	$190.00
25	$2.67	4.29	$6.85	$10.83	$17.00	$26.46	$40.87	$62.67	$95.40	$144.00	$217.00	$323.00	$479.00	$706.00
30	$3.24	5.74	$10.06	$17.45	$29.96	$50.95	$85.85	$143.00	$237.00	$390.00	$635.00	$1,026.00	$1,646.00	$2,620.00
35	$3.95	7.69	$14.79	$28.10	$52.80	$98.10	$180.00	$328.00	$591.00	$1,053.00	$1,861.00	$3,258.00	$5,654.00	$9,728.00
40	$4.80	10.29	$21.72	$45.26	$93.05	$189.00	$379.00	$750.00	$1,470.00	$2,847.00	$5,456.00	$10,347.00	$19,427.00	$36,119.00
45	$5.84	13.76	$31.92	$72.89	$164.00	$364.00	$795.00	$1,717.00	$3,657.00	$7,695.00	$15,995.00	$32,861.00	$66,750.00	$134,107.00
50	$7.11	$18.42	$46.90	$117.00	$289.00	$700.00	$1,671.00	$3,927.00	$9,100.00	$20,797.00	$46,890.00	$104,358.00	$229,350.00	$497,929.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之后，每一个读过这份报告的人都还记得 32 岁的瘦削的巴菲特近乎顽固的节俭作风。如他所预见到的一样，复利的作用使得用于再投资的每一块美元都扩大了最终收益。当时对每一美元的浪费，最终都会给他、给他的同伙人以及整个社会带来长期性的损失。在信中巴菲特写道：如果当年西班牙没有支持克里斯托夫·哥伦布（Christopher Columbus），结果将会怎样？他的结论令人大为吃惊：

根据不完全资料，我估算出伊莎贝拉（Isabella）最初给哥伦布的财政支援大约为 3 万美元。这是确保合理地成功利用探险资金所需的最低数量。不考虑发现新大陆所带来的精神上的成就感，需要指出的是……整个事件所带来的后果并不是另一个 IBM。经粗略的估计，最初投资的 3 万美元以年 4%的复利计算，到现在值 2 万亿美元。

从财政上看，除了给未来的航行铺平了道路，哥伦布到加勒比地区的 4 次航行并没有给皇室带来多少利益。试想这 15 世纪末西班牙的这 3 万美元更明智地用于生产。到巴菲特做出类推 37 年之后的 1999 年，伊莎贝拉的这 3 万美元将值 8 万亿美元，这几乎是美国全年的经济产出。如果这样，或许西班牙将成为全球最强大的经济力量。

当然，假定资产在未来 5 个世纪后的价值对只能在世八九十年的投资者来说并没有什么实际意义。但是巴菲特所强调的重点很容易理解。让资金以复利形式再生产出巨大的经济利益，不仅对投资者，而且对其受益人甚至整个社会而言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都意义重大。

有时候会有批评者说巴菲特从不将其财富捐献给基金会或慈善机构，而其他许多大亨就常这么做。然而巴菲特的理由与他的投资哲学具有高度的一致性。只要他仍然能够继续他高盈利的事业，他目前不捐献资金对社会而言将更有利。1999年他曾对《夜线》节目记者特德·考贝尔（Ted Koppel）说过，要是他20年前捐赠出大部分资金，社会将多出1亿美元的财富。但由于他当时没有捐献，社会将在未来得到300亿美元财富。如果他在70年代捐出了1亿财富，接受捐赠的人们显然无法为社会创造300亿的经济收入。也许某一天，巴菲特基金将超过1000亿甚至2000亿，谁会认为他现在应该把大部分资产捐赠给社会呢?

在这一点上，巴菲特的行为就像任何理性的CEO一样。如果公司利用资产能够创造高回报，公司就应该保留分红并将尽可能多的资金重新投入运作。只有当公司无法再创造高回报率，它才会考虑向股东返还资金。毫无疑问，接受捐赠者不可能像巴菲特那样创造利润。那么明天给社会留下更多的财富不是比今天增加消费更有利么?

“我的资金意味着社会的巨额储蓄。这就好比我拥有这些财富并能够将它们转为消费，”1988年巴菲特对《士绅》杂志说，“只要我愿意，我随时可以雇佣1万名工人，哪怕他们什么都不做。这样国内生产总值的确会增长，但是却没有任何效用，而且因为我雇了他们，还使他们无法去做那些如艾滋病研究或教师或护理等有益于社会的事业。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场价格与公司价值的关系

任何资产都不可能超越其根本因素。从长期来看，价格与价值之间存在着完美的对应关系。任何资产的价格最终都能找到其真实内在价值基础。这一关系适用于股票、债券、房地产、艺术品、货币、贵金属甚至整个美国经济——事实上所有资产的价值波动都取决于买卖双方对该资产的估价。一旦你理解了这一数学对应关系，你就具有了超越大多数个人投资者的优势，因为投资者们常常忽略价格与价值之间的真实关系。

从 20 年代中期到 1999 年，道氏工业指数以年 5.0% 的复利率（按保留红利计息）增长。而同一时期，30 种道氏工业指数公司的收入增长率为 4.7%。有趣的是，这些公司的账面价值的年增长率为 4.6%。两个增长率如此一致并非偶然。在长期中，公司股票的市场价值不可能远超其内在价值增长率。当然，技术进步能够改善公司效率并能导致短时期内价值的飞越。但是竞争与商业循环的特性决定了公司销售、收入与股票价值之间存在着直接的联系。在繁荣时期，由于公司更好地利用了经济规模效益和固定资产设施，收入增长可能超越公司销售增长。在衰退时期，由于固定成本过高，公司收入也比销售量下降得更快（此即意味着公司的效率不充分）。

图 3.1 显示了艾博特公司 1960～1995 年间股价与收入的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长情况。读者一眼就能看出收入趋势线如何构成股票定价基础。在35年间，艾博特的股票价格以每年15%的速度增长，而艾博特的收入也以大致15%的年增长速度提高。由收入和账面价值所决定的公司的内在价值与股票价格同速增长。这些年中的大多时候，艾博特的股价与其收入总是紧紧相随，1977～1989年间表现尤为明显。在这一期间内，股价几乎完全等同于公司预期增长率。

你或许会注意到其中有些时候，艾博特的股价似乎远远超过了公司的实际价值或者说预期增长率。在60年代末和70年代初，艾博特的股价的确超过了其收入趋势线。而在1971～1972年股价达到顶点时，艾博特的市盈率几乎达到了50倍之多。艾博特的股价增长速度远远超过了其收入增长速度，这种现象不可能维持下去。股价与公司价值之间出现的断裂必须得到弥补。在市盈率达到50倍之后，艾博特的股价陷入了狂跌不止的局面，结果使它的股票价格跌至谷底，低于其收入趋势线。

如果理性的投资者拥有充分的信息，像艾博特这样的股票价格将会长期维持在公司的内在价值水平附近。然而在过热的市场下，当投资者似乎愿意为一支股票支付所有家当的时候，市场价格将被迫偏离真实价值。华尔街便开始接受这支股票被高估这一非一般性的高增长率，同时忽略了其他长期稳定的趋势。

当把市场运动的趋势放在整个经济背景中去考察时，价格与价值之间的这种关系就显得极为重要。投资者绝不能购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

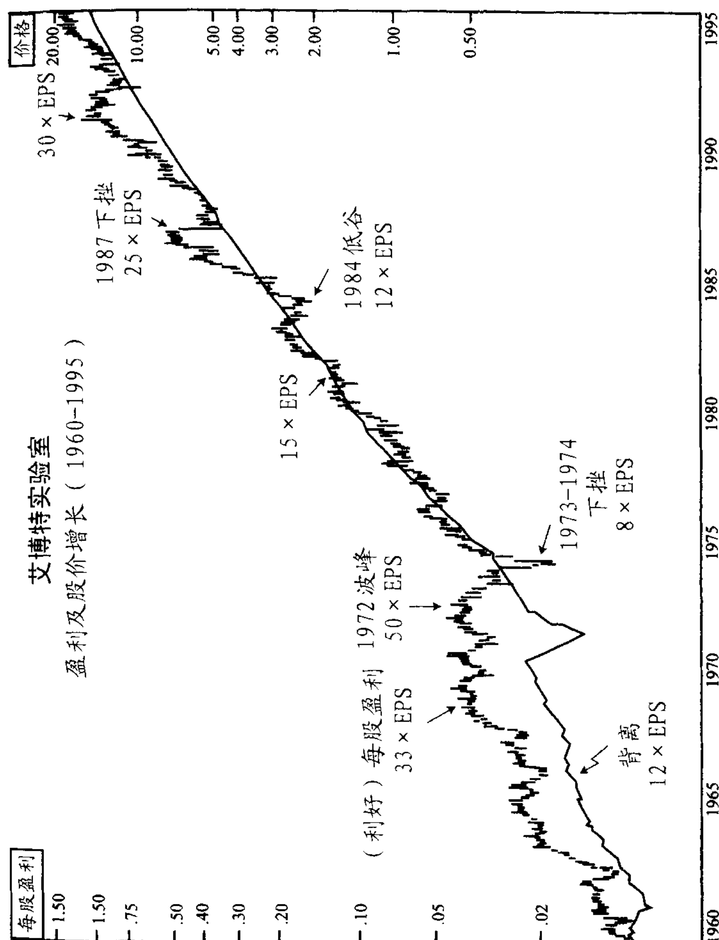


图 3.1　艾博特实验室（ABT）

买那些价格高于公司长期增长率水平的股票，或者说，他们应当对那些价格上涨幅度超过公司价值增加的幅度的股票敬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而远之。尽管精确估计公司真实价值十分困难，但用以估价的证据仍然能够得到。例如，假若股票价格在某一时期内增长了 50%，而同时期公司收入只有 10%的增长率，那么股票价值很可能被高估从而注定只能提供微薄的回报。相反，股票价格下跌而公司收入上升，那么应当仔细地审视收购该股票的机会。如果股票价格直线下降，而价格收入比（P/E）低于公司预期增长率，这种现象或许就可以看做是买入的信号。

随着 2000 年的到来，股市中股票价格与股票价值出现了严重的不一致。成打的具有魔力的高科技股票价格以超过公司收入 3～5 倍的速度飞速上涨，投资者们争先恐后地追逐着飞速膨胀的价格收入比。这种癫狂现象的核心在于对传统经济理论的抛弃，以及认为美国经济走出商业循环、进入新增长阶段的观点。具有讽刺意味的是，最近几个季度，这些受到追逐的公司中，没有一家的盈利水平达到一个新的更高层次，而这一点正是华尔街的经验之谈。

到 1999 年为止，公司的盈利能力与资产利用率已经达到 80 年代晚期的水平，惟一不同的是公司更加审慎地使用其资本结构以增加其内在价值。与公众意见相反的是，商业循环的风险并没有被公司收支报告所消除。然而投资公众并没有意识到这一点，他们仍然盲目地认为经济将不再出现危机，公司收入也将持续增长。

在金融市场上将事实与期望分离得如此之远将带来极大的危险。在某些产业，公众对事实的忽视与对不切实际的增长速度的要求已经形成一个巨大的金字塔结构。在网络股领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

域大批投资者争先恐后地追逐股票，不断抬升股票价格。金字塔结构只能在买卖双方具有同等力量时才得以维持。随着多方的淡出，仍然在股市中操作的投资者们这时才突然醒悟他们所交易的股票的真实价值。正如本书后面将要提到的那样，2000 年春网络股价格开始下挫，股市全面转跌。

价格与价值的结合分析

连结股票价格与价值的力量既不可避免也不会改变。长期以来，标准－普尔 500 工业公司的增长率始终低于那些商业公司；标准－普尔 500 商业公司的增长率始终低于美国经济产出的增长率。因此，如果假定股票价格取决于收入增长，而收入取决于销售增长，销售取决于经济产出增长，那么股票价格绝不可能长期以高于经济增长率的速度上涨，但实际情况恰恰如此。自 1994 年第四季度起至 1999 年末，美国经济产出大约增加了 1 万亿美元。相反，股市价值同期内增长了 6 万亿美元。可以预见股票价格增长速度不可能长期高于公司收入增长幅度。最终必然会发生以下两种情况：其一，股价回落至收入趋势线，其二公司收入加速发展。2000 年时，显然华尔街认为后者将会出现。投资者们对微软、思科系统公司及通用电子公司的估价就像它们是世界上最大的经济体一样。一个此前从不知名的公司阿里巴公司的价值甚至被高估至 250 亿美元，这还不算它没有任何具有现实意义的收入。这一价格甚至高于苹果电脑公司。夸尔电讯公司在股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市上的估价几乎相当于其销售收入年增长47%。

当你理性地思索这些对比，你就会感到极为荒唐。标准－普尔500公司的总市值永远不会超过整个经济规模。这是詹姆斯·托宾（James Tobin）于1969年提出的定理，当时他提出一套如今仍然闻名遐迩的对比股市价值与国内生产总值的对比和资产替代成本的比例关系。运用托宾的方法，美国全部资产的股市价值超过了美国国内生产总值——自1929年以来这种现象还是首次出现。为标准－普尔500股票支付高价的投资者与那些为影星支付5000万美元片酬而票房收入只有2000万美元的电影公司一样没有理性。

股票价格最终会回归其价值，巴菲特在多种场合强调过这一点。让我们回到60年代中期，当时的分析家认为IBM公司将会以15%～16%的速度持续增长。如果这一预期得到实现，到1999年末IBM公司的股票市值将超过6120亿美元，占美国全部经济产出的7%；IBM公司的收入将超过微软公司的15倍。80年代中期，加州的房地产行业价格一年内增长到原先的3倍，但最终房价还是回落至其价值的长期趋势线上。

本杰明·格雷厄姆曾经指出投资者所面临的最大的陷阱就是价格与价值的背离，价格与事实的背离，就是从众效应（“我买是因为大家都买”）。如果你希望通过预测他人的交易而致富，“你必须力图去设想无数的他人都想达到什么目标，然后在市场上做得比你的竞争对手都好。”格雷厄姆1949年写道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抛弃华尔街的业绩预测

我们可以说 20 世纪伟大的投资者们拥有共同的信念，即惟一约束他们的是天空。他们拒绝接受“平均水平”的经营业绩，他们极力寻找超越同伴的方法。回顾历史，他们成功的故事应当被看做是当你希望在投资领域内做出超越同行的业绩时的动力。他们每年都有 20% 的回报率，这是因为他们努力工作。任何人只靠运气或自满都不可能达到这样的业绩。

90 年代最景气的时候，投资者们在股市上都预期有 11% 的年回报率。然而事实上 70 年来的数据表明，股市长期回报率大约与这一数字相等。接受这一业绩标准意味着你把自己摆在了普通投资者的地位上。太多的投资者被华尔街统计数据与选股方法所吸引，这使得他们至多能得到市场平均的回报率。一些投资者将所有资金都投入股市，这就使他们的经营业绩无法做出新的突破。有证据显示一个人拥有越多的股票，他的回报就越接近其极限。另外一些投资者持有太多的垃圾股，抵消了绩优股的业绩，从而局限了他们的长期回报率。还有一些投资者过于冒险，结果使他们的股票成本过高。虽然这些策略只是偶尔出现，但从长期来看，它们会降低回报率。

经纪人、财务计划人、会计师、基金经理等等都试图说服投资者接受 11% 的年回报率。多年以来，11% 这个数字被人们年复一年的重复，这使得它成为牛市中一个固定的专用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

词汇。11%这一数字并非无中生有，它的产生有其历史背景：它是一个以复利计算的年回报率，来自于1926～1999年间多种股票组合的平均数值。由于投资者在预测股市走向时没有其他参照，他们不得不依赖于11%这个基准。然而从各个角度来看，推断股价走向具有其固有的风险。股市不会按照人为规则发展从而难以预测。就在1973年和1974年熊市开始之前，还有大量文章声称一个新的增长的时代即将来临，股市注定要长久增长下去。财务计划人制作了许多精美的小册子来说明，由于股市将持续增长，投资者应当如何组合其资产以获得更多的退休年金。

如今出现了许多观点认为股市的长期趋势线已经被打破。有经济学家认为美国制造业生产力的改善预示着收益率的新时代。还有观点认为美国经济不再受经济衰退的影响，而其推论认为股市也不再会出现熊市。事实上许多市场战略家依赖于增长的跳跃式发展。他们希望人们相信股市将在现有基础上按照11%的年速度持续发展下去。

不幸的是市场并不会遵循这种人为规则。没有任何证据能确保最近的历史将会在未来重演。仅仅因为美国股市在过去70年间达到了11%的增长率，不能断言未来的70年间股市依然会完全一致。股市过去的记录并不能让我们预见未来几年内股市的发展。仅仅依赖于一些可疑的数据，而不是关注公司及其经营业绩只会使投资者的目标受到损害。投资者们的投资策略变化过快，他们轻视技术分析，以及他们没有对所投资金进行必要的监控。这三项失误说明了为什么大多数投资者没有赢得足够的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了打下成功投资的基础，你首先必须抛开股市原有数据。将过去的回报与未来业绩相联系的做法并不正确，而且常常具有相当的风险。仅仅有了标准－普尔 500 家企业指数的 11%的年增长率，并不意味着今后几十年中回报率仍然为 11%。回报率也许跌至 5%，也许上涨至 20%。根据巴菲特的观点，今后几年中，在股市止跌转升之前，股市的回报率可能出现负数。好消息是一旦投资者学会拒绝华尔街所提供的数据信息，他在确立目标时就不会再受到任何制约。巴菲特告诉投资者们，他们也能够获得远远超过市场平均记录的回报率，无论这个平均记录是每年 10%、2%还是 20%。

我们在关于复利的一节中曾经提到过，时间的力量能够使超越市场的投资者扩大其优势。如果能够超出市场回报哪怕一星半点，在长期中你就将创造出令人惊讶的业绩。假定市场增长速度为 10%，最初拥有 1 万美元并赢得 12%回报率的投资者在 20 年后的回报将超出正常水平的 43%；30 年后这个投资者将多赚取 72%的盈利。如果投资者能够获得超过 12%的年回报率，那么他的财富将以更快的速度增加。假定年回报率为 14%，投资者第 30 年的盈利水平将比正常水平多 192%；如果年回报率为 16%，第 30 年的盈利水平将超出 391%。

复利方法也在相反的方向上发挥着作用。落后于市场回报的惩罚与超出市场回报所得到的奖励一样显著。如果年回报率为 8%，那么 30 年后的回报将落后标准－普尔 500 企业指数的 73%。只要出现几个重大的错误就会使你的资金回报大大降低。例如业绩较差股票的持有时间过长会将你与自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期目标的距离扩大几年。投资范围过广将使你难以创造超过11%的年回报率。相反，投资范围过窄要求你选择股票必须完全精确。哪怕一次惨痛的失误都会使你落后于市场。

巴菲特在1988年的年度报告中写到：值得建立超越市场的目标，这是因为超越市场将在长期中带来巨大的回报。从1926年至1988年的60余年间，股市提供了平均10%的年增长率。“这就意味着只要所有收入重新用于投资，最初的1000美元将成长为40.5万美元。而20%的年回报率则带来9700万美元的收入。这一巨大差别或许会极大的激励我们的好奇心。”

关于股市未来，数学能告诉我们什么？

沃伦·巴菲特很少就股市发表评论，他也很少就经济或利率发展方向发表议论。人们只能从巴菲特的经营过程中向他学习。即便巴菲特的经营方式已经成为了公开的知识，他仍然对自己的倾向保持沉默。因此，当巴菲特于1999年举办了一系列演讲和公开露面发表对股市的批语时，投资者们表现出了极大的兴趣。巴菲特在公开讲话中详细分析了股市的业绩、经济的走势并提出结论说在未来的几年中，股市所提供的利润回报将持续低迷。刊登在1999年11月《财富》杂志上的一篇演讲中巴菲特提到并用数学证明了：投资者将不再可能像他们从前那样在股市上赢得相同数量的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（股票）市场以多种方式运转，有时股票价格长期背离公司价值。然而价值迟早将决定价格水平。为了从历史的角度去看待这一问题，让我们回顾34年以来的情况来观察股市的表现。我们首先考察1964～1981年的17年间所发生的情况：

道·琼斯平均工业指数

1964年12月31日：**874.12**

1981年12月31日：**875.00**

人们一直认为我是一个长期投资者并且耐心十足，然而这种做法并不是我最重要的思想。

事实上存在一个相反的重要事例：在这17年中，美国的国内生产总值（GDP）几乎翻了5倍：增长了370%。从另一个角度去看，福布斯500企业指数（当然，组成这一指数的企业已经发生了变化）增长了6倍有余。然而道氏工业指数却没有什么变化。

为了理解为什么会出现这一情况，我们首先需要考察影响投资结果的两个重要变量之一：**利息率**。它对财务状况的影响就像地心引力对物体的影响一样：利率越高，向下的拉力越大……1964～1981年间，政府长期债券的利率涨幅巨大，从1964年的4%涨到了1981年的15%以上。利率的上涨严重影响了股票投资利益，当然这是指普通股票的价格。

20世纪80年代初期，情况有了相反的变化。你也许会记得当年保罗·沃尔克（Paul Volcker）当选联储主席，甚至你会记得当年他是多么不受欢迎。但是他所做的最有意义的一件事——他采取的一个很小的措施就降低了通货膨胀——就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是扭转了利率持续上涨的趋势，这一措施导致了巨大的后果。

就像利率的变化导致了其他问题产生变化一样，它也推动了股票的发展。接下来的17年中，股票市场出现了以下的变化：如果你在1981年投资100万美元于道氏指数并将全部收益再投资，到1988年12月31日你就将得到超过1972万美元的收益。你的年收益率将达到19%。

自1981年以来股票价值的增长速度超过历史上的任一时期。即便你在大萧条末股市的底部，即1932年8月8日道氏工业指数接近41.22点时购买并持有股票17年所得到的收益也无法与这一增长相比。

这17年中有关股票价格的第二个问题是**公司税后利润**。公司利润在GDP中所占比重在1929年达到了顶点。但是从1951年起，这一比重下降到4%～6.5%左右。然而到1981年，公司利润所占比重又有所下降，1982年公司利润所占比重跌至3.5%。此时投资者面临着两个消极因素：利润相对较低而利息率居高不下。

然而投资者们典型的做法是用他们的经历来判断未来，这是投资者们无法摆脱的习惯，他们总是习惯于向后看而不是向前看。以往的经历让他们对经济形势失去信心：过高的利息率、过低的利润率，因此他们就认为道氏指数今后的发展将于前17年一样，尽管GDP翻了5倍。

然而从1982年起的17年间情况怎样呢？GDP并没有像前17年那样上涨5倍：这17年中，GDP上涨不到3倍。然而利率却开始下降，同时随着沃尔克的影响消退之后，利润开始上升——虽然并不稳定，但它确实在上升。到90年代后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期，税后利润在GDP中的比重上升到6%，这一数字已经超过了正常水平。而到1998年末，政府长期债券利率则已经下降到了5%。

这两个基本要素的根本性的转变说明了大多数投资者所疑惑的问题：17年间股票价格上涨了10倍有余——道氏指数从875点涨到9181点。

当然其中产生作用的还有市场心理因素。处于牛市时，当你发现人们无论采取什么投资理念都能盈利时，人们就会拥入股市，而这一现象不是由于利率或利润率，而是因为股票市场本身。从后果来说，人们"不愿错过市场机会"的因素将进一步驱动市场。就像巴甫洛夫用来做条件反射实验的狗一样，这些"投资者"开始明白"铃声"一响他们就有得吃了——在这一事例中，铃声就是每天上午9:30纽约股市开市。随着一天天的不断重复，投资者们开始以为股市中的上帝愿意让他们都能挣大钱。

如今，大多数投资者都只会盯着他们以前的经历，结果他们都做着玫瑰色的梦。6月份的一份调查显示即使最没有经验的投资者（即那些投资时间少于5年的人），对今后10年的年收益率的预期达到22.6%。甚至那些投资经验超过20年的投资者的预期也达到12.9%。

现在我要说明我们不可能达到12.9%的收益率，并且通过检验价值决定的关键因素来提出我的理由。目前如果投资者要在10年或20年中达到较高的利润回报，以下3个条件中至少要存在一项。我将在以后讨论第三项条件，这里暂时先列出前两个条件：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 利率必须进一步降低。

2. 公司收益率在 GDP 中的比例必须上升。

有人曾经对我说，纽约的律师比纽约的市民还多。我想有些人会以为利润会比 GDP 更高。当你开始关注构成增长的因素之一而不是整体，你就在陷入了误区。就我的观点而言，如果你相信公司利润在 GDP 中的比重会超过 6%并保持下去，你已经陷入了盲目的乐观情绪之中。因为此时促使这一比重下降的因素更为显著并开始发挥作用。

那么合理的假定会产生什么结果呢？假定 GDP 以年 5%的平均速度增长——其中 3%是实际增长，2%为通货膨胀。如果 GDP 增长率为 5%，而利率没有按照需要进一步下降，那么股票总价值在整体上将不会远远高于 5%。

让我们回到 GDP 增长率为 5%的假定上来。要记住这一数字是你所能得到的平均收益率的上限：你不可能在美国商业收益率只有 5%的时候期望它能长期实现 12%的增长率，何况这一数字还远远低于 22.6%。不可回避的事实是一项资产的价值——无论它是什么形式的资产——增长速度都不可能长期维持在其收益率水平以上。

我认为今后 17 年中证券价格的表现不会像它在过去 17 年中那样出色。如果让我预测最可能出现的收益率水平，考虑到股票拆分与增值，在当前利率水平保持不变的条件下，在 2%的通货膨胀水平下以及保持现有摩擦成本，投资者在总体上——注意，在总体上——的收益率将是 6%。如果你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这一名义收益率中扣除通货膨胀因素（这要取决于通货膨胀率的变动），实际收益率将是4%。如果这一数字有误，我也坚信实际收益率将只会更低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4

CHAPTER

巴菲特数学 201

无须费力扩大回报

前一章表明投资者可以采用两种方式利用数学方法扩大自己的投资回报。首先，我说明了复利计息方式能够使投资者在时间的作用下获得最大的投资回报。其次，我强调了投资者怎样才能扩大时间在增加资产中的作用。投资者绝不能仅仅满足于市场平均回报率。他们应当寻求更有效的方法以增加自己的年回报率。每年高出平均水平几个百分点，时间就会使他们获得丰厚的回报。我曾经说明，在 30 年中获得超过 3 倍的回报，只须提高年回报率 4 个百分点。

数学家们和其他学者们倾向于认为维持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种长期优势不大现实。他们认为如果不是冒着较大的风险或运气太好，投资者不可能长期维持高于平均水平的回报。巴菲特和更为年长的价值投资者的事例已经驳斥了这种观点。获得超过市场的回报不仅可能，而且还不必冒更大的风险。本章中，我将讨论巴菲特另外3种策略，它们对于巴菲特的成功，以及对于投资者扩大回报率具有至关重要的作用。这3种方法令人惊讶之处在于它们并不需要投资者付出更多的精力选择股票，它们仅仅需要投资者稍稍理性一些。投资者们只需要付出极少的努力就能够扩大自己的回报。

第一步：低价购买的惊人利益

1999年，我与一位客户通过一次电话，当时他十分关注美国在线并想购买这支股票。

他说："我最后还是决定要买了，我为了买美国在线(American Online)等了整整一年，可价格却一直上涨。"

我问他："如果你觉得股价太高，为什么你要买呢？"

他解释说："它现在的势头看起来还会继续下去。我想增加自己的回报收入，现在没有几支股票有这支的势头。"

股市上那句经典的格言"低买高卖"哪去了？现在的投资者们都是在"高买，然后希望更高卖"。我很欣赏这位客户追求高回报的欲望，但是他的策略具有致命的错误，正是这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一错误使得大多数投资者无法使自己的投资收益最大化，也正是这一错误使他屈从于大众。由于投资的目标在于高回报，这一点适于个人投资者在购买股票之前衡量其潜在回报率。不幸的是，大多数投资者并没有为自己的股票投资设置衡量方法。比方说他们不去寻找在两年内能上升至少 50% 的股票，也没有为它设定每年 15% 的回报基准。他们只是按照当前价格购买，从没有任何疑问，然后就期望股价能继续上升，毫不理睬历史告诉人们的经验，你只有在股价最低点而不是最高点购买股票才能得到最大的回报。

这一经验适用于整个股市，也适用于个人投资，它适用于美国在线，也适用于戴尔公司（Dell Computer）。由于这两支股票在过去几年中的表现已经极为辉煌，它们未来的潜在回报就受到了极大的限制。有谁会相信戴尔公司到 2002 年能上涨 1 倍，更不要说变成 4 倍了。大多数明智的分析员都会认为这支股票在未来几年中或许会遇到双倍的困难。然而大多数投资人却用最近几年的情况来推断未来。他们埋怨自己没有赶上戴尔在 1994 ~ 1998 年间上涨 6000% 的好机会，然后他们为了购买这支股票而挤破了头。为了证明自己购买戴尔的决策没错，他们会说服自己相信这支股票还会上涨 6000%。然而这样的机会可以说绝不会发生。

20 世纪那些伟大的基金经理们，像巴菲特、本杰明·格雷厄姆、约翰·内夫、约翰·坦普里顿、费利普·费雪、劳伦斯·蒂什、瓦尔特·斯克劳斯（Walter Schloss）、菲利普·卡雷特（Philip Carret）等等，都具有各自不同的价值取向。他们几乎所有人都遵循格雷厄姆在 30 年代提出的投资原则。格雷厄姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在40年中向数百名学生讲述过购买股价低于公司内在价值的原则。他说，用50美元去购买价值达到或超过75美元的公司股票，这是获得高回报率的关键。他说，被低估的股票最终将上涨，而被高估的股票最终将回落，这简直是绝对的。利用数学工具最终将得到那些更容易上涨的股票。

直观上看，格雷厄姆所传授的这一原则，以及巴菲特从格雷厄姆那里所学到的东西，具有至关重要的意义。只要你想扩大回报收入，你就必须在最低价位购买股票。只要你想通过购买比如英特尔公司（Intel）的股票来倍增自己的投资资金，你花75美元比90甚至100美元购买更容易达到自己的目标。与之类似，花8美元购买戴尔公司股票的投资者将比花18美元甚至38美元购买的投资者得到更高的回报率。巴菲特与格雷厄姆的不同之处在于，巴菲特认为股票价格与公司增长的质量关系密切。仅仅是股票价格被低估还不够，因为市场上每天都有成百支“廉价”的股票。巴菲特知道只有那些能确保增长的公司才能带来最好的回报，它们比股市增长更快，但它们的价格被低估。

格雷厄姆关于股票价值的观点已经成为许多基金管理人的投资工具。约翰·坦普里顿将格雷厄姆的价值导向原则与反向操作手段结合起来。当大多数人都出售股票时，坦普里顿就购买；反之，当大多数人都购买时，坦普里顿就出售。内夫形成了自己独特的反向操作方法，他的方法是在选择股票时强调财务比例。斯克劳斯坚持格雷厄姆的严格的资产负债表原则，他坚持只购买那些股价低于公司资产价值或清算价格的股票。自1956年起的40年中，他轻而易举地超过了市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场平均的回报率。费雪则选择少数几支增长型股票，然后他会持有这些股票达几十年。

有时候，评论家会说巴菲特以及其他的价值投资者只是具有偶然的运气而已。他们说任意1000万个投资人中，你总会找出几个幸运儿，这就像你找来许多赌徒玩轮盘赌，他们中间总会有几个连续赢6次。巴菲特曾经问道，如何解释几乎所有成功的投资者都是以价值为导向的这一事实。

在这个成功的投资者群体中，有着一个共同的精神首领，本杰明·格雷厄姆。离开这个首领之后，他们在完全不同的领域内达成了自己的成就。他们到了不同的地方，购买不同的股票和公司，然而他们拥有着同样的成就，这就不是偶然因素所能解释的问题。这些投资人在方法上的共同特征在于：他们寻找价值与股票价格不一致的公司。这些投资者并不关心股票资产定价β模型或是股票回报的协方差。这些东西并不是他们的主要目的。事实上他们大多数人甚至不大熟悉这些方法。他们只关注两个问题：**价格和价值**。

在过去的70年中，大量的研究证实了购买被低估的股票能够使投资者得到更多的回报，而投资者用什么标准和方法寻找这些股票并没有什么区别。购买这些被低估的股票将获得超过市场平均水平的回报。例如格雷厄姆就发现，投资者通过购买那些股价低于公司净资产价值的股票将获得高额回报。其后的研究发现，购买股价低于公司账面价值的股票将在长期中获得高额回报。在过去的20年中，几项研究表明按

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"比率"进行选股十分有效。这些比率包括：价格—收益比率(P/E)、价格—销售比率（P/S)、价格—账面价值比率（P/B)。研究表明，当这些比率达到其最低点时投资者介入，将使投资者获得更高的收益。

无论应用什么方法，经济实用的行动将带来高额的收益。投资者们常常失去理性，并且经常为那些具有迷惑性的股票付出更高的价格，也常常盲从大众。他们还具有规避价值下降的股票的心理倾向。在建立起对价值的清醒认识之前，投资者很难对股价成本具有清醒的认识；若没有对公司价值进行过细心的分析，投资者也很难对价值这一概念有清醒的认识。那些对公司前景具有理性认识的投资者，那些在价格适当的时候有所准备的投资者，他们与普通的投资者相比具有不可逾越的优势。

无论你要购买高增长的科技股，还是低价格收入比的股票，抑或把资金投向其他股票，历史经验都表明"低买"是最佳选择。假定投资者自 1970 年起每年年初向道·琼斯工业指数中的公司投资 5000 美元，到 1999 年末，这些投资将成长为 112 万美元，相当于每年 9%的利息率。如果投资者恰恰在每年股价的最高点进行投资，或许最终收入将仍然是这一数字。这是因为经验表明，每年的年末前后，股票价格往往会达到其当年最高点。

然而如果投资者决定将这每年 5000 美元在当年股价的最低点进行投资，那么到 1999 年末，他最终将获得 150 万美元收入，比前者多出 34%。这种现象在更长的时期内将会出现更大的区别。将资金在每年的最低点投入股市，这将最终增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加投资者的收益。表 4.1 显示了这一结果。

表 4.1 低价购买的效果：投入股市的 5000 美元

起始年份	高位*	低位*	差异
1990	$ 116,567	$ 161,857	38.9%
1985	$ 251,020	$ 365,173	45.5%
1980	$ 507,648	$ 712,758	40.4%
1975	$ 814,268	$ 1,119,331	37.5%
1970	$ 1,117,563	$ 1,494,738	33.7%
1965	$ 1,413,305	$ 1,858,216	31.5%
1960	$ 1,794,009	$ 2,350,262	31.0%
1955	$ 2,315,573	$ 3,096,563	33.7%
1950	$ 3,303,152	$ 4,433,716	34.2%

*假定在高位入市
*假定在低位入市

显然，关心股价成本能够使投资者扩大其收入，并使他轻而易举地超出道·琼斯工业指数的成长率。无论什么时期，在每年的最低价买入股票将使投资的最终收益相差 30% ~ 45%。统计数字上的这一显著差别不应当被忽视。当然，任何人都不可能确切地知道每年股市的最低点或最高点在哪儿；只有在回顾历史数据时我们才能确定股市的低点和高点。但事实似乎表明，在股市下跌期间购买股票比在股市上涨期间购买股票要有利得多。你不必一定要恰好买到股价的最低点，有趣的是这些结论各种市场环境下都可以得到。无论是牛市还是熊市，股市中都会有许多短期交易的稍纵即逝的时机能够使投资者扩大其收益。投资者应当充分利用这些机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二步：保持资金的集中

如今满意自己投资的人已经很少见到。甚至有些投资者十分悔恨自己在牛市中买错了股票，使得自己跟不上股市指数上涨的步伐。许多投资者埋怨自己努力追随市场狂热结果股价却一挫再挫。或许我所遇到的**最普遍的问题就是股票的多元化**。投资者们全都采取了用自己的资金混合购买多种股票的策略。最坏的情况是一些投资者长期持有多个公司的股票。一些人同时持有十几种信托基金，而每一基金又持有多种股票。似乎他们只有将股票极端多元化才会觉得保险。

然而，多元化是赚取高回报的障碍。靠持有数十种股票，只有极少专业投资者能够在长期中获得超过市场成长水平的收益率。这少数几个投资人——例如彼德·林奇（Peter Lynch）——的成就，应当归功于他们在选择股票方面的天才与勤奋。除此之外，其他人通常只能靠几支股票的出色表现使自己勉强跟得上整个市场成长的步伐。一个基金经理能够靠一年中赚得80%的回报来过上几年的好日子。即便他的业绩在随后的几年中停滞不前，第一年的80%通常也能使他的回报率在几年内高于道·琼斯工业指数和标准－普尔指数成长速度。

但是像沃伦·巴菲特和费利普·费雪那样伟大的价值导向的投资大师从来都用不着什么多元化。他们敏锐地察觉到多元化对于投资而言没有任何长期利益，相反它还会降低潜在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报率。在 1996 年年会上，巴菲特告诉投资者们：“**多元化是无知的借口**。”一个人拥有越多的股票，就越难关注其股票盈利与亏损状况，也越难关注公司财务业绩。另外，多元化还会使回报的推进变得极为困难。一旦你拥有了 30 种甚至更多的股票，扩大回报就变得比在迈阿密港口围着巡洋舰转圈还要困难。

拥有 25 支或者更多支不同股票的投资者的比率是惊人的。并不是这些投资者拥有的股票数量惊人，而是在这些投资者中的绝大多数只持有少数几支自己熟悉的有潜力的股票。投资者这种过度多元化的现象来自于他们害怕一个篮子内装了太多的鸡蛋，这使得他们对自己不了解的公司投资得过多，而对自己熟悉的公司投资得又太少。他们从来都不知道，购买自己没有足够了解的公司股票甚至比没有充分多元化自己资金要危险得多。

理论上说，合适的多元化投资是那种不存在“非系统性”风险的投资，即其中一支股票不会导致回报的重大损失。通过组合 20～30 种或者更多的股票，你的确能够消除一支股票的崩溃对你全部资金过大的影响。对于任何可能出现意外下跌的股票，你都可以期待另一支股票价格上涨来弥补损失。但是再好的多元化也不能完全消除投资者损失的风险。多元化只能降低损失的概率。**人们永远都不欢迎“系统性”的损失，即意外事件导致整个股市的下挫**。因此理论研究表明，你所能做的最好的准备就是将你的资金分散在像债券、外国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票等多种不同的工具之上，以使你能够防止股市的灾难。

像巴菲特这样的价值投资者并不理睬关于风险和回报的这种篮子理论，也不像“理论家”们那样通过股价变动来衡量风险。对巴菲特而言，风险来自于投资者不够勤勉，即他们没有找到公司股票的价值。要减少购买企业股票前的不确定性，投资者不必担心股票价格异常变动所带来的账面损失。“我在确定公司价值方面投入了大量的精力，”巴菲特 1994 年曾说道，“如果你也这样做了，那么风险的说法对你来说就没有任何意义。你不会再有较大风险的地方投资，而你所投资的股票由于其内在价值也不具有风险。”将全部资金以较低的价格均衡地投向 8～12 家公司，这种做法将带来强劲的潜在增长势头并最终带来超额的回报。

1999 年，基金经理、巴菲特传记作者小罗伯特·黑格斯特龙（Robert Hagstrom Jr.）就曾清楚地表述过这一点：将资产多元化的做法是庸才的选择。他将 1979 年到 1986 年间 12000 项不同规模投资的数据输入电脑，然后将这些投资按照收入与盈利大小排列出来。黑格斯特龙将这些投资按照其购买股票数量的多少分为四大类：其中 3000 项投资每项分别随机持有 250 种股票；3000 项投资每项持有 100 种股票；另外 3000 项投资每项分别持有 50 种股票；最后，3000 项投资每项只持有 15 种股票。然后，他以这每一项投资的 10 年期与 18 年期年收益率为数据制作了分析图表。通过长期收益的比较，黑格斯特龙就能发现完整的经济循环和市场中不同的股票投资方式（是广泛撒网还是集中资金，是关注增长状况还是关注股票价值等等）的盈利状况。他的研究量化并验证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了许多高明的投资者所预见到的那种情况：

要想提高获得超越市场成长水平的收益率的机会，你必须将投资范围保持在一个较小的范围之内。

数据显示，随机选择股票组合的投资方式的收益率稍稍低于同期标准－普尔500企业指数成长速度。这是因为标准－普尔500企业指数几乎囊括了全部在八九十年代表现最好的股票，而随机选择股票的方式多少总会选到一些业绩较差的股票。然而黑格斯特龙发现证券持有数量的差异将带来业绩的显著区别。拥有股票数量最多的投资项目所得到的收益，常常只接近于相同规模投资回报的平均值。相反，拥有股票数量最少的投资项目则提供了远远高于平均水平的投资收益。只拥有15支股票的投资者比其他拥有股票数量更多的投资者更容易遭遇到低于市场成长速度的业绩，然而他们具有更高的概率获得高于标准－普尔500企业指数增长速度的收益率。

在到1996年为止的10年之中，标准－普尔500企业指数给投资者们提供了15.23%的年收益率。黑格斯特龙研究中的随机投资方式同期获得了大约13.75%～13.91%的年收益率。相反，那些只拥有15支股票的投资项目同期年收益率从4.41%～26.59%不等，其中大部分集中于11%～16%。拥有50支股票的投资的年收益率范围处于8.62%～19.17%之间，其中大部分集中于12.3%～15.4%的区间内。随着投资范围的扩大，回报率的范围在不断缩小。这一现象表明随着投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

范围的缩小，投资业绩同时既可能提高也可能降低（表 4.2、表 4.3）。黑格斯特龙写道："我把这一结论看做是具有说服力的证据，以证明盈利的概率随着投资范围的扩大而不断减少。只投资于 15 支股票，你将有四分之一的概率超过市场成长速度。而同时投资于 250 种股票，你的机会将缩小到五十分之一。"

表 4.2 截止到 1996 年的 10 年期持股

	组合规模				
	15 支股票	50 支股票	100 支股票	250 支股票	标准－普尔 500
平均收益	13.75%	13.87%	13.68%	13.91%	**15.23%**
标准区间*	11.0% ~16.5%	12.3% ~15.4%	12.8% ~15.0%	13.3% ~14.6%	
最低收益	4.41%	8.62%	10.02%	11.47%	
最高收益	26.59%	19.17%	18.32%	16.00%	

*标准区间表示大约 2/3 的投资组合的收益范围。

Source: *Robert Hagstrom*, *Jr.*, The Warren Buffett Portfolio, *New York*, *John Wiley & Sons*, *1999*.

表 4.3 截止到 1996 年的 18 年期持股

	组合规模				
	15 支股票	50 支股票	100 支股票	250 支股票	标准－普尔 500
平均收益	17.34%	17.47%	17.57%	17.61%	**16.32%**
标准区间*	15.1% ~19.6%	16.2% ~18.7%	16.7% ~18.5%	17.1% ~18.1%	
最低收益	8.77%	13.56%	14.71%	16.04%	
最高收益	25.04%	21.80%	20.65%	19.20%	

*标准区间表示大约 2/3 的投资组合的收益范围。

Source: *Robert Hagstrom*, *Jr.*, The Warren Buffett Portfolio, *New York*, *John Wiley & Sons*, *1999*.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，仅仅保持小范围的投资还远远不够。如黑格斯特龙的数据所显示，投资于 15 支股票给投资者更多的机遇超越市场成长速度。但它也给投资者同样的机会落后于市场成长。集中于少数股票的投资方式必须有明智的股票选择作为其前提。巴菲特常常指出，投资者在其一生当中应当尽可能地将资金集中于少数几支股票上。对于那些没有信心不足以坚持持有少数几支股票的人，巴菲特建议他们将资金投向指数化证券投资基金。巴菲特认为，这些基金的优点在于它们将税收和交易成本最小化，以及它们与股市指数成长之间紧密的相关性。另外如黑格斯特龙所显示的那样，大多数活跃的基金管理很可能在长期中落后于市场成长速度，这是因为它们往往持有过多的股票而没有时间与精力了解这些股票。

巴菲特在这一点上表现出了他的沉着自信。他于 1991 年曾经提到："要是你有 40 个妻子，你将永远都不可能熟悉她们每一个人。"

第三步：保持对成本的关注

投资者们常常会问如何才能扩大其投资回报。答案是：**开始有意识地关注成本**。大多投资者在他们选择股票时对交易本身关注过多，交易太频繁或者总是做出拙劣的选择，从而在无意间一点一点地丢掉了许多财富。如果利用复利方法计算，在时间的作用下，你在这些行为中丢掉的资金即使没有 100 万，也会有数十万之巨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降低佣金。1975年取消佣金管制之前，许多投资者每笔交易都要支付股票经纪人数百美元佣金。长期来看，这些不受欢迎的小费给高净值投资者而不是他们积累了数以万计的财富。要记得你所投资（或者没有投资）的每一美元都具有机会成本。假定你每年支付给经纪人的佣金为5000美元。投资20年，你就将向经纪人支付10万美元，然而由于复利计息方式的作用，你在佣金上的支付实际上将值30万美元甚至更多。

让我们继续假定，如果支付给经纪人的佣金不是每年5000美元，而是你以10%的速度累积的10万美元初始资金的5%。在这种情况下，你将在20年中支付经纪人32万美元。如果你不去投资，仅仅把它们攥在手里，这32万美元也会成长为70.6万美元。显然，投资者不可能完全消除佣金，但是在这些日子里你可以降低其数额。雇佣像布朗经纪公司(Brown & Co.，他们的佣金是每5000股收取5美元的费用)折扣较低的经纪人，你可以在长期内节省下来数十万美元。假定你雇布朗经纪公司20年管理你的以10%的速度积累的10万美元。20年中你只需支付他们2000美元佣金，其未来价值也只有6400美元。

再投资所有股息。在1995年12月退休之前，约翰·内夫经营温斯道基金（Winsdor Fund）长达31年，在他的投资记录中有一个骄人的业绩。内夫是一个“价值投资者”，即他总是等到股票价格急剧下跌之时才购买股票，同时他还着重利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用股票每年的红利以获得最大的收益。

在他辉煌的 31 年当中，有 21 年他的收益率超过了标准－普尔 500 企业指数，他的年平均回报率达到 13.9%，而同期指数增长速度是 10.6%。1964 年内夫投资的 1 万美元到 1995 年积累成为 56.52 万美元。而按照标准－普尔 500 企业指数同期成长率计算，1 万美元的投资最终将获得 22.72 万美元的收益。令人惊讶的是，内夫管理基金期间，基金投资者每年从基金获得的收入中红利收入占 40%。内夫正确地认识到，只要他能够找到红利收益为 4%～5%的股票，他就成功了一半。如果你想获得 10%的年平均收益率，而其中的 5%来自红利，在股票价格上毕竟你只需要再获得 5%就足以达到目标了。

这就是内夫巨大的发现。温斯道基金的价格在 31 年中仅仅增加了一倍：从 7.75 美元上升到 15.55 美元。但是由于温斯道基金从股利中得到了如此多的收入比重并把它们返还给了投资者，基金的净资产价值在这些年中几乎没有任何变化。复利的力量在这里显现出来。如果投资者把他从内夫的基金得到的全部红利用于再投资，他们最初的 7.75 美元投资将累积成为 437.59 美元。第一年所得的红利再投资可以以复利方式计息 30 年，第二年的红利则可以计息 29 年，如此类推。将全部红利再投资将为投资者一层层累积其收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5

CHAPTER

理解机会成本

实际上，巴菲特从事的每一项投资中，数学都占据着核心的地位，这就使得巴菲特常常以此与他人开玩笑。有一次他开玩笑地说，当年他花了自己净资产的6%给妻子买的订婚戒指，使他丧失了无数的未来收益。他曾经说自己每天喝的几瓶樱桃可乐（Cherry Coke）简直可以说是自己的救命水，因为这些饮料给他带来了成千上万的卡路里，这就让他免于挨饿。有一次他为自己缺乏营养的高脂肪食品寻求证据，说自己在去世之前总共要摄取2500万卡路里，那么“为什么不能超额完成这个任务呢”。当巴菲特向慈善团体捐助时，他就更加小心谨慎，他会要求慈善

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

团体证明自己能够将接受的赠款用之有道。在特定安排下，他会为自己的孩子达到减肥的目标而给他们额外的奖励。巴菲特更喜欢给高中生或大学生而不是给成年投资者做演讲，这是因为他认为学生们更可能认真地听讲并按照他所倡导的那样去行事。

数学同样还向我们展示，只要拥有耐心、勤勉的投资努力，任何人都能够走上亿万富翁之路。从21岁起每年节省下来几千块钱，就能使个人在退休时轻松积累100万的财富。时间在复利方式计息下的力量能够确保他仅靠储蓄就能在65岁或70岁时获得相当数量的财产。如果他能够每年多找几千美元，那么退休时的财产将会积累得更多。如果通过个人财务管理能够多获得几个百分点的收益率，最终他的财富将成许多倍增加。

现在，大多数投资者都很容易明白时间在财富积累中的作用，也很清楚对他们自己来说，赚得一笔丰厚的退休金比等着领政府的救济要好得多，更何况政府在社会保障的投入还不知能够维持多久。然而复合作用起着双刃剑的效应。一方面，假定一项投资以20%的年收益率积累，那么30年后它将膨胀成为巨大的数量。相反，哪怕一个投资机会的损失也将会以每年20%的速度对投资者的资产产生影响。一次只能带来5%年收益率的失败的股票选择，会使投资者在多年以后遭受数十万美元的机会损失。今天资金的浪费对投资者未来的财产造成同样严重的后果。

给定任意时刻，投资者都面临着从全球数以十万计的投资机会中进行选择的难题。你可以决定将你可动用的现金购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买英特尔公司的股票，也可以将这笔资金用之于家庭的装修。或许你会花50美元到酒店里吃上一顿大餐，或许你会买上一条休闲裤或一支高尔夫球棒。你也许会面临在购买一辆新车和为孩子建立一个教育基金之间的抉择。无论你做出什么样的选择，你用去的每一笔资金都将带来一定的有形或是无形的回报——包括你选择不支出这笔资金。这就是说，当你下决心购买英特尔公司股票或者新地毯时，你必须考虑到资金在这一开销上的机会成本。

每一商业行为的目标都是最大化其投资回报。在资本投资项目上企业所花费的每一个美元都要创造可能产生的最高收益。这样，每一个项目都必须代表着现金最优的利用，这是因为企业能够也应当将其资金投资于能够带来更高收益的项目上去。作为一个投资人，你必须同样关注所有开支决策的机会成本，无论它是盈利还是亏损。在每一单个项目上花费的每一个美元都无法再用之于其他任何项目。这一个美元必须能够带来适当的收益——这一收益来自于你将这一美元花在别的项目上所能带来收入的比较。

我们应当以同样的方式看待我们的投资。由于市场每天都在用千百个潜在投资机会来诱惑我们，因此我们必须保护我们的股票选择不受诱惑，直到我们确定投资的风险与回报系数。同样，我们必须通过比较自己的投资业绩与标准-普尔500企业指数或其他替代品之间的关系来认识投资的基准。如果你的资产仅仅以8%的速度上升而标准-普尔500企业指数的成长率为20%，你的资金的机会成本就太高了：你已经因为选择拙劣而损失了每年12%的额外收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一个玩笑，说的是如果微软公司的创办人、世界首富比尔·盖茨在路边看到一张100美元的支票，他会视若无睹地继续办自己的事。当你像盖茨那样在1999年底有望拥有850亿美元资产，花时间弯下腰来捡一张100美元的支票就太不值得了。盖茨弯腰去捡支票的时间就已经浪费了他不只100美元了，这就使这一行为在经济上毫无作用。从盖茨的角度上去看，有什么理由要花费超过100美元的成本仅仅为了获得100美元呢？

沃伦·巴菲特并不是从这个角度去考虑问题。对他来说，路边的100美元支票并不能仅仅从它当前的价值或为了赚取这100美元所需耗费的工作来判断其价值，而是应当以它未来的价值为基础进行判断。比方说，假定巴菲特能够利用这100美元得到25%的年收益率。10年后他的这100美元就将成为931美元，30年后则成为80779美元。如果知道了这些，即便是盖茨也会考虑应当停下脚步，花上几秒钟时间弯腰把这100美元捡起来吧。事实上有人曾看到巴菲特在他去办公室的电梯中弯腰捡起1个美元的镍币。那个被惊呆了的可怜的目击者回忆说：“这该是下一个10亿的开始吧。”

为了便于理解巴菲特的素朴的理念，人们必须从数学的角度，运用数字的计算来看待这种理念。对巴菲特而言，不必要的消费或当下没有被积累的每一个美元本都应该用于投资并在未来创造巨大的财富。这样，任何你购买或没有购买的选择行为都具有促进或削弱你的财富的潜在可能性，而它的作用依赖于你在投资中能够得到的收益率水平。无论你将资金投资于业绩拙劣的股票之上，还是花费在个人不必要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费或享受上，这一原则都同样适用。

2000万的汽车能引起你的兴趣吗？

当知道自己能够以20%的年收益率积累资金，像巴菲特那样的投资者就倾向于成为一个净“储蓄者”而不是净“消费者”。巴菲特清楚多花费的每一个美元都将给他的长期收益带来巨大的损失。在股市上每一个失误也都会带来同样的结果。同样，在价格过高的股票上所花费的每一个美元都将降低他的潜在收益率，都将侵蚀巴菲特的资产的最终价值。

比如说假定你有能力和愿望购买5万美元的宝马汽车或是2.5万美元的丰田汽车。你将会做何选择呢？经济学家也许会认为你应当根据它们所能给你带来的效用来进行选择，然而事实上还存在更为重要的东西。情绪化和不理性的标准或许会让你根据自己对汽车的偏好来选择股票。宝马汽车当然能够给车主带来更高的地位和驾驶乐趣，而这两项利益难以用货币来衡量。相反，丰田或许能够提供更高的实用性和更少的耗油量，这种利益更容易被量化。

对投资者来说，2.5万美元的丰田与5万美元的宝马之间区别在于它们的机会成本，即你选择其中之一所带来的价格上的差别。如果你选择了宝马，你将多支付2.5万美元。如果你能够将这2.5万美元以15%的年收益率进行复合，那么30年后你的实际收入将达到1655294美元。这就是你选择宝马将最终使你银行资金账户上的余额在30年后所减少的数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量。现在你是不是突然感觉宝马比看上去要贵了许多？以20%的年收益率复合这2.5万美元，意味着你的机会成本为593.44万美元，而如果你能够达到25%的年收益率，你购买宝马就意味着放弃了20194839美元，即两千多万！

如你所见，关于消费的数学揭示了潜在的后果。表5.1表明其中所列的消费将会使你放弃的未来的潜在收入。每次你去电影院看一场电影而不是花3美元租录像带，都意味着你在30年期间内放弃了1.7万美元净资产（假定你能够达到25%的年收益率）。如果你每月在取暖费上节省20美元，在30年中你将——依赖于你再投资的收益率——共节省大约19.4万美元。每月只花一点点钱去购买彩票，将使你在30年后资金减少超过20万美元。而你与全家去一次迪斯尼世界的花销将最终在你退休时减少你200万的收入。

表5.1 为期30年的日常购买你损失了多少

	你的预期投资收益		
	15%	20%	25%
买一辆50,000元而不是25,000元的汽车	$1,655,294	$5,934,408	$20,194,839
买10,000元的股票，收益为0	$662,117	$2,373,763	$8,077,936
去迪斯尼度假（4口之家）	$166,529	$593,441	$2,019,484
一天吸两包烟	$128,120	$459,323	$1,563,081
每月外出两次用餐	$19,864	$246,871	$840,105
每周花20美元购买品牌杂货	$68,860	$246,871	$840,105
为应季度假支付1,000美元	$66,212	$237,376	$807,794
买一套1,000元而不是250元的套装	$49,659	$178,032	$605,845
每月赌输50美元	$39,727	$142,426	$484,676
1年内开车30英里去上班（汽油费用）	$47,275	$169,487	$576,765
1年内每周买5美元彩票	$17,215	$61,718	$210,026

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	你的预期投资收益		
	15%	20%	25%
支付每月 20 美元的取暖费	$ 15,891	$ 56,970	$ 193,870
在棒球场待一天(4 口之家)	$ 8,608	$ 30,859	$ 105,013
每月而不是两个月理一次发	$ 3,973	$ 14,243	$ 48,468
买一瓶 25 美元的酒	$ 1,655	$ 5,934	$ 20,191
在电影院看一部电影而不是租片	$ 1,457	$ 5,222	$ 17,771

巴菲特，理性的储蓄者

这种做法不是要你为了积累更多的财富而放弃自己的兴趣、嗜好和观看棒球比赛。它只是说明像巴菲特那样的投资者对各种行动的真实成本具有足够的认识。如果你能够像巴菲特那样以较高的收益率复合自己的资金，就应当尽力成为一个净储蓄者而不是净消费者。如果你的确需要一辆 5 万美元的宝马但又可以接受一辆 2.5 万美元的丰田或卡迪拉克或是林肯，你就能从这一选择中获得未来几百万的收益。顺便说一句，巴菲特自己的林肯房车已经开了许多个年头，这辆车的价钱还不到 1.5 万美元。

从机会成本的概念上看，巴菲特简朴的作风与他对机会成本的理解相一致。由于他总是赚取较高的收益率，巴菲特十分关注家庭消费中有没有浪费，尽管他能够买得起任何他想要的东西。如果巴菲特的生活过于奢侈，使他不得不从自己的资本中抽出一部分资金，那么根据复利计息对资金的作用，他现在也许会少几十亿的资金。比方说当巴菲特在 1969

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年关闭他的合伙投资基金时，他已经积累了2500万美元。如果当时他没有把全部资金进行再投资，而是在奥马哈买一座价值5万美元的房子并花1万美元装修，那么到1999年止，他的资产将会减少50亿美元。

巴菲特做出再投资的选择是因为高昂的机会成本。相反，没有任何机会成本的房产，即从投资中无法获得任何收益，对纯消费者来说也许没有任何损失，但对巴菲特而言，存钱就等于能获得复利方式计息的收益。当年他在杂货店批发12瓶装的可口可乐时就清楚地认识到了这一点。他利用买卖饮料每年存的钱最终都给他带来了数以千计的收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6

CHAPTER

用购买持有策略最大化收入

15年前，我的一位朋友在地方节日的一个掷骰子游戏中输了200美元。现在回想起来，当时我看着他每次都下注5美元，仅仅是希望赢25~200美元的奖金，似乎有些可怜。

尽管他并没有意识到，但下赌的结果一再让他失望。要想在掷骰子中胜出，他必须用8个骰子掷出45点，换句话说，就是每个骰子平均掷出5.6点。概率原则规定了我这位朋友最有可能掷出24~32点，这就花去他5美元，同时还给他再掷一次的诱惑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我这位朋友当时对这一游戏的狂热以及随之而来的失望使我想到牛市中最常见的市场时机和市场当日交易现象。过去的几年中有太多这样的事例，这说明了一个问题，即与很多畅销书蛊惑投资者产生的幻想不同的是，短期交易并不能长期有效，绝大多数长期从事短期交易的人在股市上都蚀了本。这一现象并没有阻止无穷无尽的投资者将其资金积极地投资与短期交易以期快速回本。90年代初，投资者持有一支股票的时间平均为2年。到1999年时，这一时间已经缩短到不到1年。

巴菲特十分嫌恶短期交易。对他而言，这种浪费资金的行为通常只会使投资者获得较少的收益。更有甚者，这种行为会引起股票定价上严重的不一致性，从而导致投资者不理性的行为并滋生投资者对股市的片面理解。“只有理性的股东才能形成稳定的、理性的股价。”1988年他在给基金股东的一封信中这样写到。从整体的角度去看，股市交易就像是经济体系的一个巨大的虹吸管，它将资金从生产领域抽出并投入金融领域。

巴菲特曾经半开玩笑地说，美国政府应该对持有股票不超过一年的资本交易征收100%的税。“我们大多数的投资应当持有多年，投资决策应当取决于公司在此期间内的收益，而不是公司股价每天的波动。”20多年前他曾对《奥马哈世界先驱报》说，“就像当拥有一家公司却过分关注公司股价的短期波动一样，我认为在认购股票时只注意到公司近期的收益一样不可思议。”

的确，许多投资者一周数次买卖股票，也许是因为他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以为自己能够以此获利，但投资成功的真正方法在于在牛市中长期持有股票，而不是依靠频繁地买卖。自 1998 年初起，在股市中做短线交易的个人投资者的数量大大增加。他们被网络股的成功神话所引诱，受新出现的在线交易方式所诱惑，他们中的许多人都认为只要抓住股市上每天的关键股票并获得可观的利益十分轻而易举。

市场分析家、投资经理查尔斯·埃里斯（Charles Ellis）利用公式证明了股市中的这样一句俗语："交易越频繁，收益越少。"他发现，减少收益的最大的因素是交易佣金。投资者交易次数越多，他所需支付的佣金也就越多。这样，如果投资者想获得超过市场平均的回报，他的每一笔投资的收益都应当比市场平均要高出几个百分点。比方说，如果你想使年收益率高出市场平均收益率 5%，而你预期市场平均收益率为 10%，那么你每一笔投资的收益率必须达到 15%。同时，由于每笔交易的佣金与交易费用平均占交易金额的 2% 以上，因此你的平均投资收益率就应当达到 18%。进一步说，如果你持有股票平均不到一年，即资金周转率超过 100%，每笔投资的收益率要求还要更高。埃里斯的结论认为，资金周转率超过 200% 的投资者，除非其每笔交易收益率都高出股指增长率几个百分点，否则他不可能达到股市平均的收益率（有关查尔斯·埃里斯的理论，参照我社出版的《投资艺术》——编注）。

1998 年，加州大学戴维斯分校的财政学教授特伦斯·奥丁（Terrance Odean）和布拉德·巴伯（Brad Barber），进一步证明了频繁的交易将导致收益的降低。他们详细分析了到 1996

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年 12 月为止 6 年内的 7.8 万项交易。有趣的是，奥丁和巴伯发现投资者们的平均收益率都达到了标准－普尔 500 指数的增长速度。在 6 年之内，投资者的年收益率达到了 17.7%，略超出市场 17.1%的增长速度。然而扣除佣金后，投资者的净收益率为 15.6%，比市场增长速度整整低了 1.5 个百分点。随着交易次数的增加，交易的年收益率还会进一步降低。

奥丁和巴伯发现，按照股票周转速度计算，20%交易最频繁的投资者的年净收益率只有 10.0%，而交易次数最少的投资者的年平均收益率则高达 18.5%。换句话说，投资者最大的敌人是他们自己。如果他们投资并一直持有股票，他们的年收益率或许高得令基金经理们都会嫉妒。然而在投资者追求更高收益的同时，他们也就犯了无法估量的错误。10%和 17%的年收益率之间的差别，如果把它们放在 10 年甚至 20 年中去看会使你大吃一惊。

研究结果表明，交易的成本及频繁程度说明了在此 6 年期间几乎全部失败的投资策略。研究还指出，投资者交易过多应当归咎于他们“过分的自信”。投资者们倾向于将成功归结为他们在股票选择上的敏锐性，而不是市场走势。他们愈来愈相信他们在快速进出股市时能够准确地把握股价的最高和最低点。然而就像埃里斯在 20 多年前就指出的那样，他们无意中成为了自己成功的障碍。

巴菲特用另外一种方式表现着自信。将巴菲特与奥丁和巴伯所研究的那些投资者进行对比，就像把那些从不购买彩票的人与彩民进行比较一样。对购买彩票上了瘾的人都坚信“这周我肯定好运”，或者坚信自己发明了选择彩票的正确方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法。而那些从不购买彩票的人却坚信自己能够在其他方面赚取更多的收益。他不会每周花上 5 个美元去挣只有七百万分之一机会的 1000 万美元。他知道靠赌博无法挣得 1000 万美元。

事实上，巴菲特对自己选股能力的自信使他常常长期持有自己所投资的股票。他不相信不断的交易能够给他带来高额收益，而是坚信他可以只靠购买少数几支股票并等待它们增值就能够获得更高的回报。1990 年他对《福布斯》的记者说道："你所要做的只是以低于其内在价值的价格购买有着诚实优秀的领导的大公司的股票。然后就一直持有这支股票。"

为了做到这一点，巴菲特的资金始终集中于他多年来所拥有的少数几家公司。自 70 年代中期，他一直在收购华盛顿邮报的股票，直到他拥有了 186 万股份。1985 年，他卖出了自己 10% 的股份，并将剩余的 170 多万股份保持到现在。1989 年他购买 9600 万吉列公司股份并持有至今。由于股票的 3 次拆分，他最初购买的普通优先股票已经转为 1200 万股份。他曾宣称不管股价跌到什么地步，他永远不会出售其所拥有的 2 亿股可口可乐公司的股票。

21 岁那年，巴菲特开始研究并购买政府职员保险（Government Employees Insurance）的股票。据说他在这支股票上的第一笔投资就在一年内赚得了 50% 的收益。随后，当华尔街一度认为该公司已濒于破产时，巴菲特开始收购这家保险公司的股票。到 1983 年，他已经拥有了 680 万股份。经过 5 次股票拆分，他的股份已经超过 3400 万——该公司股份的 51%。1995 年 8 月，他宣布他将购买该公司剩余 49% 的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

份，并将它纳入伯克夏的旗下。

这种耐心已经得到了回报。70年代他在政府职员保险公司上所投入的4500万美元到巴菲特宣布收购剩余49%股份时已经积累成为240亿（在20年中以54%的速度增长）。他持有华盛顿邮报的股份已经长达27年，在这一期间内，他投入的1060万美元已经成长到1999年的9.3亿，年增长率为86%。在这27年中，华尔街的经纪们曾多次建议他们的客户买卖华盛顿邮报的股票，而巴菲特除了在1984年曾出售过一部分股份之外，再也没有出售过华盛顿邮报的股票。

任何投资者都不敢说自己能够在一项投资中就能获得8.6倍的收益，因为没有任何人会持有一支股票这么长的时间来发掘股票的最大潜力。尽管最近几年来像戴尔电脑、美国在线等股票价格上涨了8倍以上，可是又能有几个投资者持有了这么长时间呢？这些股票之所以如此出名，是因为投资者买卖这支股票如此频繁。股票周转速度导致了这些收益，而大部分投资者在其中从事着短期投机的赌博。

持有时间决定着收入的概率

在1999年9月16日的一篇文章中，巴菲特记录了任何以短期为导向的投资者都不可能赢得超过市场平均的收益。文中写道：“如果你在一笔交易中挣了125美元然后支付了50美元的佣金，你的净收入就只有75美元。然而如果你损失了125美元，那么你的净损失就达到175美元。”这一现象表明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对那些希望通过短期交易获得 8%收益率的投资者而言，3 次成功的股票交易才能够抵补一次失误。这就是说，他们必须确保 75%的交易都能盈利才不会遭受损失。

从字面上看起来这似乎不大可能。从短期来看，股票市场几乎完全随机并且无法预测。就像轮盘赌在一次赌博中出现红色与出现黑色的概率完全相同一样，下一桩股票交易的价格上升还是下降的概率也几乎完全一样。从长期来看，任何人在这样的游戏中都只有 50%的概率能够盈利。

佣金以及随机因素甚至将投资者置于更为不利的地位。假定你有 10 万美元，并且你在 1 年之内进行了 100 次交易，其中有一半每笔获得 500 美元的盈利，另一半则每笔遭受 500 美元的损失。到年终，你将没有任何净盈利。然而，如果每笔交易（无论买卖）的佣金费用为 50 美元，年终你的资金事实上损失了 1 万美元。即便你的交易中有 60%都盈利，你也无法打破事实亏损的现状。为了赚得 10%的收益，你必须有 70%的交易能够盈利；而要赚得 20%的收益，你必须有 80%的交易盈利。

那么有没有可能让收益率达到 70%或 80%呢？当然可能，但绝不是通过短期交易。图 1 至图 4 表明了 1989 年到 1999 年间标准－普尔 500 指数的股价变动情况。假定投资是随机的，即投资者在 10 年中的每一天都随机选取标准－普尔 500 企业的一家企业。4 个图形表明持有股票的时间决定了投资者可能得到的收入，或者称“收入的概率”。为了便于研究，我选取了 1 个月、3 个月、1 年以及 5 年 4 种不同的持有策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

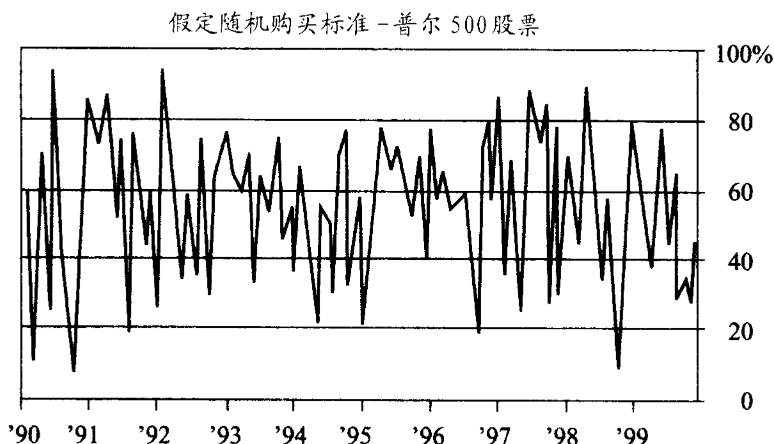


图 6.1　盈利概率（持股一个月）

数据证明了上述的观点：无论投资者选择股票的能力如何，投资者持有股票的时间越长，他盈利的机会就越大！比方说，1989～1994年间的任何期间内，如果投资者决定持有股票5年以上，购买标准－普尔500家企业并盈利的机会超过80%。在某些年份中，这一机会将超过90%。这就意味着在某些时候你选择标准－普尔500企业的股票（在这项研究中购买何种股票以及什么时候购买并没有任何影响），你的盈利与亏损的比例至少是8比1，甚至9比1。

当股市处于牛市的时候，投资者盈利的机会当然还要更大。如图所示，投资者持有股票的时间决定着他成功的可能性。

如果投资者持有股票的时间只有1年，总体上说，他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

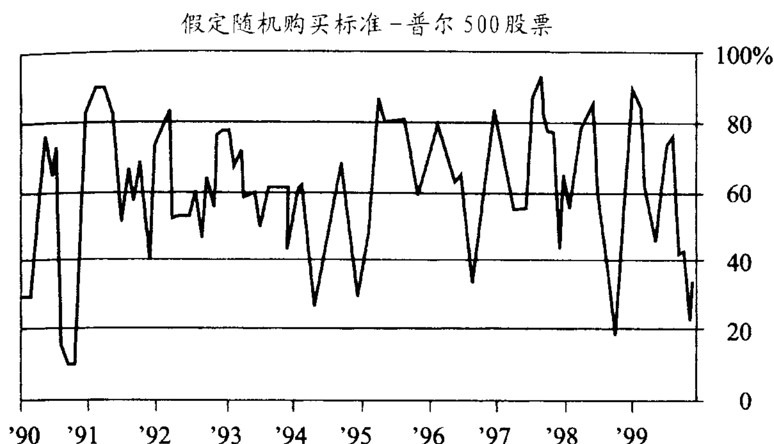


图 6.2 盈利概率（持股 3 个月）

投资收益仍然十分卓越，但其收益额将出现更大的随机性。投资者何时进行投资影响到了他投资成功的概率和失败的风险。在持有 5 年的策略中，无论投资者何时做出决策，他交易的成功率都接近 90%。相比之下，持有 1 年的策略的交易成功率只有 70%。如果只持有股票 1 年，在某些时期，投资者的交易的成功率只有不到 50%。

持有股票的时间愈短，收益率就显得愈随机，同时也下降得愈显著。持有 3 个月的投资策略使得交易的成功率降低到 60%以下。前面我们曾提到，交易成功率低于 60%，由于交易成本的存在，你的资金将遭受损失。图 2 也显示出，损失的机会也大大增加：购买标准－普尔 500 企业股票损失的概率要大于盈利的概率。比方说，如果你在 1998 年或 1999

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

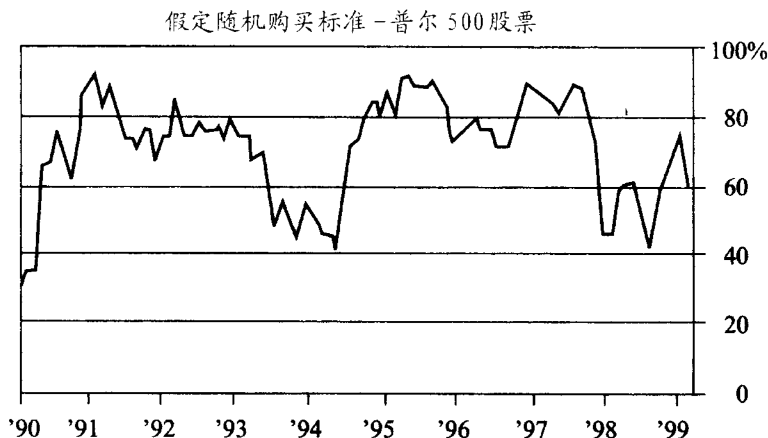


图6.3　盈利概率（持股一年）

年夏天购买标准－普尔500企业的股票（无论其中的哪种股票），你交易的成功率将不到20%。

随着持有时间的再次减少，随机性再次增加。表6.1表明了持有1个月的策略的盈利的可能性。图中显示出收益呈现出高度的随机性和不可预测性。其中有些时候80%的标准－普尔500企业的股票价格上涨。如果你幸运地把握了这些机会，你就会得到高额的盈利。相反，其中也有些时候绝大多数股票的价格下跌：在这些时候你选择股票的能力并不重要，因为无论你选择什么股票，你都不可避免地要损失资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

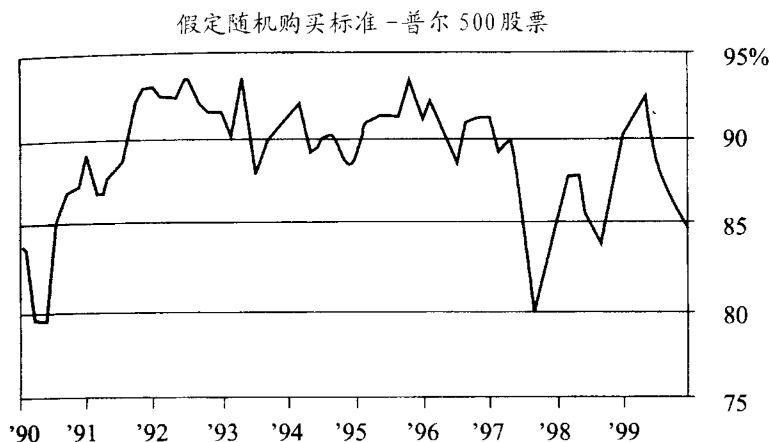


图 6.4 盈利概率（持股 5 年）

表 6.1 选中盈利的标准－普尔 500 股票的几率

买入日期	持股期		
	1 个月	3 个月	1 年
August 1998	8.9%	46.1%	63.0%
February 1998	89.3%	87.3%	58.8%
March 1997	24.1%	74.4%	83.8%
November 1996	86.4%	76.9%	88.4%
July 1996	19.1%	61.4%	81.1%
February 1995	78.1%	81.0%	90.1%
March 1994	20.5%	35.9%	56.6%
November 1992	76.1%	77.0%	75.5%
December 1991	93.2%	83.4%	85.1%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入日期	持股期		
	1个月	3个月	1年
November 1991	25.4%	75.3%	72.9%
August 1990	5.6%	10.9%	71.9%
November 1989	60.2%	31.9%	29.3%

事实上，在10年期的研究中，1个月的持有策略的交易成功率不到50%。这一概率或许能够让你在赌城成为一个赢家，但是在华尔街却注定要失败。因为如果你全部的短期投资中只有一半能够盈利，那么你很可能由于佣金和交易费用的原因在长期中损失自己的全部资金。

在这些数据下，短期投机交易就失去了它身上的光环。人们已经完全明白骰子只能用于娱乐，你永远也不会通过掷骰子来赚钱。

股票周转率的社会惩罚成本

从总体上说，短期交易影响了个人投资业绩，它同样也是整个经济的障碍，这是因为它从财政领域抽取货币并导致了货币的错误配置：那些本可更好地用于提高生产力的货币被浪费在了轻率的交易及其所导致的交易成本之上。

教科书告诉人们购买股票是为了获得公司的红利。如果你拥有默克（Merck）公司的200股股份，公司为每一股份盈利3.5美元，那么你的股份就拥有700美元的盈利。当然你不会到默克公司去要求支付这700美元。如果你让默克公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将这笔资金再投资，它可能为你赚得 7000 美元的收入。最终，股票价格将会追随着公司收入的成长而上升，这时你或许会得到 10%的年收益率。

然而如果你为这些股份所付出的货币超过了现实的收入又如何呢？这一现象在现实中常常出现。投资者在股市上的短期买卖使得他们为此付出的佣金和交易成本远远高于公司所带来的收益。巴菲特发现这一现象显然不符合逻辑。他在 1999 年曾对一个商业团体说道："要记住，这是人们常常忽视的致命的危险，即从总体上看投资者不可能产生超过公司收益的回报。"

表 6.2 表明了短期交易的全部成本。在大多数情况下，短期交易所引起的交易成本超过了投资者所能达到的全部收入（即公司收益）总和。以下就是典型例子。

表 6.2 2000 年 2 月选定的标准 - 普尔 500 股票的交易速度

公司名称	股份（百万）	年交易总量	交易次数	交易费用（百万）	估计收入（百万）
雅虎	398.0	4301.8	10.8	$ 796	$ 155
莱特·艾德公司	258.9	1178.0	4.6	$ 218	$ 65
大众软件	268.5	1033.9	3.9	$ 191	$ 62
希格拉姆公司	432.6	278.9	0.6	$ 52	$ 17
康喀斯特公司	751.9	1261.7	1.7	$ 233	$ 83
伯利恒钢铁公司	131.5	315.4	2.4	$ 58	$ 24
美国在线	2201.8	9763.2	4.4	$ 1,806	$ 771
霍姆斯塔克矿业公司	228.0	420.0	1.8	$ 78	$ 34
卡宝龙系统公司	172.2	663.0	3.9	$ 123	$ 62
网络应用公司	145.7	535.3	3.7	$ 99	$ 60
夸尔电讯	646.4	5607.5	8.7	$ 1,037	$ 679

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司名称	股份（百万）	年交易总量	交易次数	交易费用（百万）	估计收入（百万）
参数科技公司	268.1	1054.6	3.9	$ 195	$ 131
西林克斯公司	312.5	1713.6	5.5	$ 317	$ 228
希屈克系统公司	171.8	1054.3	6.1	$ 195	$ 146
Novell	326.6	1474.5	4.5	$ 273	$ 242
KLA – Tencor	174.9	1067.9	6.1	$ 198	$ 194
甲骨文公司	2862.3	8141.0	2.8	$ 1,506	$ 1,631
西捷科技公司	228.7	601.0	2.6	$ 111	$ 121
罗湾公司	83.2	252.8	3.0	$ 47	$ 53
3Com	357.6	2132.5	6.0	$ 395	$ 451
越洋·西德克公司	100.6	420.1	4.2	$ 78	$ 89
贝克尔 – 胡斯公司	327.1	581.7	1.8	$ 108	$ 131
玛特尔	286.1	851.5	3.0	$ 158	$ 197
全美昆泰斯公司	78.0	470.4	6.0	$ 87	$ 112
清频电讯公司	263.6	362.1	1.4	$ 67	$ 87
SUN 微系统公司	1554.7	5362.5	3.4	$ 992	$ 1,415
ADC 电讯	300.3	1003.4	3.3	$ 186	$ 270
康普威尔公司	367.9	1525.2	4.1	$ 282	$ 453
安德鲁公司	82.2	219.6	2.7	$ 41	$ 67
戴尔计算机公司	2543.0	7431.6	2.9	$ 1,375	$ 2,289
LSI 数理逻辑公司	282.8	1056.3	3.8	$ 197	$ 328
百德白斯公司	139.4	381.9	2.7	$ 71	$ 121
纽蒙特矿业公司	167.2	414.5	2.5	$ 77	$ 139
BMC 软件公司	236.6	1182.4	5.0	$ 219	$ 412
幻景度假地	190.0	486.2	2.6	$ 90	$ 171
艾尔沙公司	87.3	385.6	4.4	$ 71	$ 137
康奈克森系统公司	392.8	939.8	2.4	$ 174	$ 338
贝尔根公司	147.1	724.2	4.9	$ 134	$ 271
国家半导体公司	169.1	600.8	3.6	$ 111	$ 237
阿戴普科技	105.5	500.3	4.7	$ 93	$ 199
佩切克斯公司	246.3	448.3	1.8	$ 83	$ 180
康柏电脑公司	1698.0	4476.9	2.6	$ 828	$ 1.834

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至2000年2月，雅虎公司的全部股份以每年10.8次的转手速度在股市上交易，这意味着它的股票在市场上每33天就全部转手一次。这样，雅虎的3.98亿股份在一年中的交易次数就相当于43亿的股份交易。为了便于计算，假定投资者买卖雅虎公司的股票时要支付交易商0.125美元的差价及0.06美元的佣金。那么这43亿股份交易的总交易成本就是7.96亿美元，这是投资者在一年中必须支付的交易差价与交易佣金。然而雅虎公司一年的总收入不过1.55亿美元。换句话说，投资者是在用5美元的交易成本来换取他们对公司的1美元收入。

2000年初，投资者持有大众软件公司（PeopleSoft）股份的平均时间为92天。假定每股0.06美元的佣金和1/8点的交易差价，总的交易成本就将是每年1.91亿美元。然而公司年收益仅仅6200万美元。投资者为美国在线支付的总的代理费用为18亿美元，而美国在线的年收益不过7亿多美元。其他如夸尔电讯、甲骨文（Oracle）及戴尔公司的股票交易如此频繁，以至于投资者为其公司收益支付的代理费用超过10亿美元（见上表）。

1999年，苹果公司的平均股份换手率超过7次，这使得其股份的持有时间低于50天。1999年苹果公司的股份交易超过13亿，而其实际苹果公司只有1.75亿股份。个人及机构股东为苹果公司的股票交易支付了4.5亿美元的佣金和交易差价，然而公司的年净收益只有3.85亿美元。

网络股的这一数字甚至更高。投资者在为无法盈利的公司支付着数以百万计的佣金和交易差价。他们补偿自己交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支出的惟一希望就是有人继续堆积股市上的泡沫。然而谁也无法保证这一定能发生，尤其是持有股票的时间仅仅只有几个月的情况下。

如果你我进行的是公司股票换手……那么我们就能够避开交易成本，这是因为在交易中将不会出现经纪人。但现实中投资者有着寻求交易所位置的习惯，或者至少是无论是否需要都寻求建议的习惯，这就会花费投资者较大的成本。我把他们所负担的这一费用称作摩擦成本。这一成本具有多种形式，如经纪人价差、佣金、积累率、12b－1费用、管理费用、保管费、包装费甚至财务出版物的订金等等。不要以为这些费用都是细枝末节。如果你想计算一项投资的收益，难道你不得扣除管理费用么？回答是肯定的。计算投资回报的股票投资者们还必须面对他们所负担的种种摩擦成本。

这些成本总计有多少呢？据我的估计，美国股市的投资者每年必须支付超过1000亿美元——让我们假定为1300亿美元——的各种交易费用！假定其中1000亿美元与《财富》500强企业有关。这就意味着投资者几乎将他们从《财富》500强企业获得的收入（1998年共计3340亿美元）浪费在交易经纪人身上。当交易完成，拥有《财富》500强企业股票的交易人投资10万亿美元所获得的收入只有不到2500亿美元。在我看来，这种收入比例简直微不足道。

交易成本十分惊人。我听说有一位新闻评论人曾说道："当前纽约股票交易所不再有交易。每个人都满足于自己所拥有的股票。"如果的确如此，投资者每年将多获得1300亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的收入。

股票的这种换手并不能给投资者创造任何经济价值，它只会给股票代理行业带来巨额的收益。毫无疑问，这种看待股票换手的方式会引起理论上的争论。但毕竟投资者持有股票的时间能够持续多年，公司的收益将会远远超过股票交易佣金的数量。现实中投资者不再长期持有股票。如果这一趋势持续下去，2000 年标准－普尔 500 企业中，将有 300 家企业的股票的年换手率将超过 1 次。投资者不再是为了哪怕公司一年的红利收入而长期持有股票。

如果这一趋势年复一年的持续下去会怎样呢？巴菲特暗示说，社会中持有股票的好处将会被忽视，更多的资金将从生产领域中抽取出来并注入交易领域，而不是将它们重新注入能够获得盈利的领域。为了获得一美元收入所需支付的交易成本将远远超过一美元。我们不能仅仅责怪个人投资者这种不计后果的行为，因为股市日常交易的 60% ~ 75% 以上是共同基金和其他机构所从事的。它们的短期交易倾向导致了本应使投资者从持有策略中获得的收益，在机构投资者手中白白流失掉了。

股份公司也应为这种高换手率承担一定的责任。公司所提供的收入引导了股票经纪和基金的短期投资倾向。它们对于股票拆分的热情同样增加了股票的换手率，从而增加了股票交易的成本。巴菲特从来不这么做。伯克夏·哈撒韦股份的换手率处于美国的最低水平。在伯克夏公司的股东中不难找出持有 20 年以上的人。巴菲特自己偶尔会在股市中卖出股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，但他自60年代开始收购以来，从来没有卖出过伯克夏的任何股份。巴菲特也不愿拆分伯克夏的股份，他坚信过低的股价只会导致更频繁的交易。巴菲特做到了生产领域资金的最小流失。伯克夏投资公司保持了比其他公司更高的收益分配。

到目前为止，除巴菲特以外，几乎没有任何投资者对股市上的高换手率表示过担忧。就像巴菲特多次指出的那样，一个成功的传教士不在于他的教堂中座位每周的换座率，而在于听他传教的人的持久性。他说："我们的目标是使我们的股东合伙人从公司业绩中获利。"股票价值在于公司的业绩而不是股票的换手率。无论每天的交易量是1000股还是1000万股，只要公司的收入有15%的年增长速度，公司的股票价格就注定会持续增长。"如果没有人要离开他们的座位，结果没有位置给新来的人——我喜欢这样的现象。"巴菲特说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7

CHAPTER

避免犯系列性的错误

经济分析家兼作家彼德·伯恩斯坦（Peter Bernstein）在他1996年出版的名著《与上帝对抗——最著名的冒险故事》中提醒我们，数据在所有人类努力从事的工作中都扮演着极为重要的角色。一些非常简单的事情，例如早上起来洗澡，冲一杯咖啡，或者是升起炉火，也是在人们制定出统一的重量和长度标准，并花费几个世纪的实践去检验和确认它们的规律之后才去做的。

缺少了那种数学般的精确，我们生活将只是一种对命运的狂想。例如，如果我们不先去用模型量化天气的变化，我们无法测量、预测或影响未来天气的变化。如果不知道各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种佐料的比例，我们做不出可口的晚餐。如果没有那些如何区分马活跃程度的规则，我们就不知道应该把赌注投在哪匹马的身上。同样的，我们不能任意确定一条肥皂的价格、一辆汽车的价格、一匹马的价格、一项保险政策的价值，没有最初对微软公司股票成本和收益的量化，我们也不能确定股票的价格。“没有数据，就没有机会，就没有可能性。”伯恩斯坦写道，“在没有机会和可能性前提下，应对风险的惟一办法就是求助于上帝和运气。没有数据的支持，冒险完全就是一种莽夫的行为。”

投资，就其本质来讲，就是一种可能性的游戏。一个投资者需要量化风险的大小，计算一下可能获得的收益，然后把这些设想进行综合考虑，制定出一个在大多数时间里都起作用的选股策略。在有意无意中，一些专职投资者在他们复杂的选股方法上栽了跟头，而这些方法是他们在对众多变量进行分析的基础上形成的。例如，他们可能会研究某支股票在过去5年或10年内的价格走势，追踪分析它在成交量上的细微变化和每日的变化。或者他会试图把美国经济划分成众多细小的部分，并在变化中找出各部分间的相互关系，从而有助于他们预测未来的收益。成千上万的投资者借助于计算机对堆积如山的有关利润空间、销售的增长，或财产清单的资料进行分类。另外一些人在“竞争的分析”中得到了安慰。他们竭力去把某一个公司股票价格的涨跌、利润空间、价格收入比，或者销售的增长与整个工业的发展状况进行比较，试图通过这种方法从众多具有相近价格的股票中找到能够获得最大利润者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们不应该责备投资者那种力图量化他们的疑虑的做法。在风险的运作中，一个关键的因素是从等式中尽可能多地减去那些不确定因素。例如，对一份材料的分析表明，每当利率下调0.25%，某一公司的销售额就会增长5%，那么你就已经在预测中消除了一些不确定性因素。有了这些信息，你就比那些缺少这些材料的人更有机会准确预测到未来的销售和盈利情况。

但是过多的分析也不可避免地带来了许多问题。由于分析得过于复杂，设计出的选股方法难以付诸实施，被证明是无用的。沃伦·巴菲特敏锐地意识到了材料的有限性，有意避开了那些被当今职业投资者们经常使用的大部分资料。在他奥马哈的办公室里没有计算机，他也没有表示他是否会熟练地操作计算机。巴菲特曾经对记者说过，他不使用计算器，也不需要去核对股票在一天之中的报价。实际上，伯克夏·哈撒韦的副主席查理·芒格（Charlie Munger）也曾公开承认，他从来没有看到巴菲特在购买任何预期中的股票时使用了严格意义上的计算器。

巴菲特从来没有因为不使用基本的计算工具而受到损失。也许正是由于他没有使用过任何统计数据分析包软件，缺少这方面的知识，他的运作才更加成功。巴菲特对于那些用数学论证了的复杂方法了解得非常清楚。面对能够利用详细的信息分析，从而有助于他和别的投资者进行竞争的机会，他宁可选择一种简单的方法。对于你来说，也应该如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要原则——普通的选股方法

让我们以买机器为例，你为工厂买了一台机器，它共有5部分组成，它的每一部分在8小时运转后都有5%的故障几率。同样假定，机器的各个组成部分之间是相互依赖的（也就是说，当某一部分发生故障时会引起下一部分也不能正常运转）。那么8小时后这台机器的预期故障率是怎样的呢？是5%——这个每一部分的故障率吗？答案当然不是。不管你相信还是不信，故障的发生率大约在23%左右。这台机器大约每运转4.5个小时左右就会出现一次故障。

考虑到机器5个组成部分在100次运转中有95次都是正常的，那么这个比率看上去似乎有点高。较高故障率出现的原因在于每一部分故障率的发生是相互关联的。成功和失败几率都是成倍增长。从这个意义上讲，整体失败率比它各个组成部分的失败率要糟糕得多。

整个系统的成功率＝（第一部分的成功率）×（第二部分的成功率）×（第三部分的成功率），etc.

对于一个由5部分组成的整体，每一部分都有95%的成功率，那么它的预期失败率为：

$$0.95 \times 0.95 \times 0.95 \times 0.95 \times 0.95 = 0.774$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（成功率为 77.4%）

失败率 = 1 - 成功率

= 1 - 0.774

= 0.226 或 22.6%

这个数学公式对于设计工程师和那些监督生产线或者开发新产品的企业管理者来说是非常重要的。他们的目标是从多样的构成方式中筛选出一种近乎完美的操作系统。这些目标可以通过两种方式获得。他们或者是把机器的构件设计得非常精确，从而把失败率限定在最小的范围内，或者是创造出一个后备系统，从而保证在某一个部分发生故障时不影响整个系统的运转。例如，当今时代的个人计算机运行得非常平稳（尽管有上千个精微的部件组成），因为他的每一个组成部分都具有低到可以忽略的失败率。相比而言，喷气式飞机的故障率也非常小，其原因在于它设计了众多的后备支持系统，从而保证了飞机的整体性能弥补了部件出现的故障。太空飞行器，例如宇宙飞船同时具有这两个特征。它装备的先进电路和遥感勘测部件，把故障率降到了最低点。同时为了以防万一，宇宙飞船还装备了后备支持系统。

这种关联性错误的规律对投资者来说有着非常重要的意义。因为当我们选股的时候我们依赖整个系统——例如技术指标模式、利润预期，或现金流转贴现模型——我们会遇到和那些设计工程师同样的数学问题。第一，我们过于相信任何事情，结果，这种行为无意中变成了我们自己最大的敌人。一种选股方法的运作和一条自动生产线没有什么两样。你加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到投资模式上的要素越多——也就是说，你的选股方法越复杂——你失败的几率也就越大，这是非常清楚和简单的道理。第二，由于错误可能性的增加和你加入更多细节分析的速度一样快，你必须学会避免依靠那些建立在众多变量基础上的模型，特别是那些以未来预期为基础的模型。“特别细心地思考不但不会带来好处，而且还会导致极端的错误”。

查理·芒格曾经说道：“大多数的好事情不希望有‘负效应’，思考也不例外。”

现在我们来谈一下你正在努力从事的预测下一年中微软公司股票如何操作的问题。这是一件令人头痛的工作，即使对一个富有经验的分析家和市场战略家来说也是如此。这儿有一些你需要考虑的变量。

1. **微软公司在下一年的销售情况**：为了计算这一点，你必须预测世界范围内软件的销售水平（所有品牌），然后你还必须预测微软公司的市场占有额。为了计算世界范围内软件的销售情况，你必须要估计下一年国民经济的增长率，预测全体居民对个人计算机和网络的需求。世界范围内利息率的变动和通货膨胀因素也是你必须要考虑到的。然后你还必须要估计微软对它自己生产的软件制定的价格水平（假设你能够猜想到它会出售多少产品）和微软会怎样依据账目做出收入报告。

2. **微软公司运作的利润空间**：为了推知这一点，你必须估计到微软下一年的账面成本，它固定的混合成本和变化中的成本，还有账簿上管理层计划开支的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. **微软公司的非业务支出**：你需要计算它要用多少利润去偿还债务，如果有债务的话。而且，你还需要决定微软希望从它的现金和持有的债券上能够获得多少利润。

4. **公开发行和出售的股票数额**：你需要通过计算已经发行和出售股票的数额去估计每股的收益。为了得到这个数字，你需要估计微软为了支付获得物和保证雇佣者持股获利计划的实现将要增发多少股票。还有，你需要计算在一年中有多少股票期权要进行交易。

做出这样详细的分析，你的工作也只是完成了一半。下一步你还必须要预测股票市场在未来的一年中会怎样运行。是熊市还是牛市？科技股是跌还是涨？如果上涨，为什么会涨？下一年中，在什么样的价格收入比下投资者会购买微软公司的股票？这个比值比工业的平均水平是高还是低？比它自己的历史水平是高还是低，为什么？

像这样严格的表述对那些外行的投资者来讲好像是些无用的东西，但是这大致描绘出了经济分析家们在预测季度收入、股票价格变动和判断大市的走向时所使用的方法。不要惊异他们的预测经常是错误的。在那么多的变量的基础上预测股票价格的走势（销售、市场份额、利息率、货币流通速度、运作成本、发行和销售的股票、期权、每股的收益，还有大多数公众对股票的心态），分析家们无意之中把他们置身于关联性错误中。由于他们的模型变得越来越复杂，越来越详细，他们的失败率也就在逐步地增加。

让我们猜想这些假设中每一个关于销售、利润空间、市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场份额、利息率、发行和销售的股票，还有其他诸如此类的因素，有着令人烦恼的20%的错误率（80%的成功率）。分析家关于微软公司股票价格的最终预测将会产生升高的失败率，这当然是不值得我们去依靠这种分析进行操作。换一种说法，如果分析家用了8个变量去预测微软公司股票的价格，这种预测将会有16.7%的成功率（也就是说有83.3%错误率）。因为公式中每一个变量的作用都是帮助人们预测另外一个变量，失败率相互连接并逐步增加，从而表现出模型的无效性。

对于像巴菲特这样的投资者来说，这就是他们很少利用这种方法进行市场预测和过分重视选股方法的一个主要的原因。正如在以微软为例子中所描述的那样，与复杂的方法相伴随的是极高的失败率。作为一种投资的工具，它们几乎没有什么价值，或者价值非常小，是不切实际的、不实用的。当你对一个公司进行研究，准备购买它的股票时，你的目标是把你失败的机会最小化，而不是增大你失败的几率。那些通过详细的分析来预测微软近期的收入和股票价格走势的投资者，其做法就像他在尽力去预测下一个月印度尼西亚的天气变化一样。当然这里也同样有成功的机会。无论开始时对一件事情是多么符合逻辑的分析，最终它也会不可避免地退化为一种预言，这个结论和前提之间没有任何直接的因果关系，它们之间互为前提。一个错误的预测可以导致另外一个错误的预测，这个错误的预测又会导致别的错误预测的产生。最终，投资者的结局不一定会比他任意选择对微软操作方式所带来的结果好多少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8

CHAPTER

提高获利水平

如果已年过半百，你可能会对特德·威廉姆斯（Ted Williams）有着清晰的印象，他是棒球史上最杰出的击球手之一。不论是作为一个运动员，还是作为对一代又一代击球手的鼓舞力量，他在这个运动项目上的影响，直到今天依然存在着。威廉姆斯把力量（他一生共打出 521 次本垒打）、耐性（他在全盛时期获得了比其他击球手多得多的自由上垒机会）和控制力（他一生中的平均击中率为 0.344）很好地结合起来，在此之前没有任何一个运动员能够做到这样。他有着作为第一击球手的天赋和强壮的肌肉；有着冷静的头脑和超人的耐性，以及在每一次击球中都有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着对球棒的良好控制力。

他对于这项运动的贡献是利用数学方法减少击球。更恰当地说，他留给后人的最大的遗产就是关于击球的论文——《击球技术》，这本书引起了沃伦·巴菲特的注意。威廉姆斯的基本论题是从击球区可以划出77个小区域，这些区域可能降低击球者与投球手进行对抗的能力的。例如，威廉姆斯知道在击球区内位置较高的击球动作是在拿自己的弱势与投球手对抗。如果他坚持击打这些投球，他的平均击中率将会降低。处于击球区外且位置较低的击球动作会产生同样的结果——即成功率大大低于威廉姆斯一生的平均击中率。但是如果球恰好发到威廉姆斯适宜发挥力量的区域，他就会动用全部力量击球，这样他就会一直打出高水平的球。在他树立起成功榜样的过程中，威廉姆斯也树立起了忍耐力的典范。他认识到放过投到击球区边缘的球常常比为了击球而降低击中率要好得多。由裁判判决要比被封杀出局要好得多。

巴菲特把同样道理运用到股票的选择上。股市就像一个职业投球手，他一天会有上千次的投球，每一次投球代表着一定价位上的一定股票。作为一个击球手，你必须决定在这上千次的投球中，你需要击打哪一个，哪些球你不需要理它。但是，你和职业棒球手的根本区别是你从来都不需要摇摆。投资的游戏不会强迫你把球棒从肩膀上拿下来，左右摇摆，不像真正的棒球手在运动场上那样。没有人会叫你出局，就像巴菲特说的那样：

在投资中，不会出现棒球场上那种由裁判判决的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你站在垒里，投球手把球正好投在中间位置，如果通用动力（General Motors）的价格是47美元，你没有足够的理由确定它的价格就是47美元，你可以把它放过去，没有人会叫你出局。你惟一的击打方法就是放它过去。

职业投资家不管他们愿意与否，他们必须要随着投来的球而摇摆。当信息变化时，运作的压力迫使他们把手里的股票至少每年要转换上百次。他们总是顾虑到要超过标准－普尔500企业指数水平，要超过他们的同行的业绩，为此他们必须要对100～200家企业的季度收益成功地预测，然后将资金分配给他们的市场分析员进行投资。而你不需要那样做。在你拜访经纪人——或使用因特网——购买100股有发展潜力的股票之前，你可以悠闲地放过千百个机会。一个月你可以研究1000支股票，但是你可以只购买你喜欢的一支。你可以自由地离开查尔斯·施瓦布（嘉信理财）股票大厅，并且直到股票价位降到你觉得非常愿意购买的水平再回来。或者你可以调整目标，去关注另外1000支股票当天的交易情况。

股市不会强迫你采取行动，虽然它确实在诱惑你。如果你不理会那些你不十分清楚的、价格没有足够吸引力的投资，你就永远不会有任何损失财富的危险，而且你会在这个过程中提高你的击球水平。一旦发现了一支你喜爱的股票，一支市场价位低得离谱的股票，你就可以采取行动。巴菲特强调最佳良机——使你的击中率达到90%或者更高的机会——当然这样的机会非常少。在20年的时间里你大约可以遇到24个这样的机会。这些良机为你带来了足够诱人的击中率，几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乎可以达到 100%。不好的机会每一天都会有上百个。

在图 8.1 中，我描绘了巴菲特把选股和棒球相类比，股市类似于击球区。特德·威廉姆斯把本垒划分为高得分区和低得分区，以同样的方法，你也应该考虑设计一个示意图来评价你的投资水平。在这里，目标只是随着那些有最高成功率的球摇摆。你的成功率将是两种主要因素作用的结果，公司的质量如何和股票是否具有有吸引力的价位。一般来讲，股票的价格越高，所选公司的质量越差，你成功的机会也就越低。统计数字会显示出你持股时间的长短也会对你的棒球水平产生影响。当你尽量把市场限定在一个很短的时期内，最好地说对你也只有 50% 的机会能够选到一支能盈利的股票(这只是因为股票具有有吸引力的价格)。因为股票每一天的变化都是随意的、不可预测的，如果你只想持有很短的一个时期，那么你选中好股的几率也只能是 50%。税收的因素、佣金、经销商的增多等因素的影响都会使你成功（即赚钱）的几率大大减小。

你应该避免处于一个获得成功几率最大的环境中。不要把注意力完全集中在你有信心获得利润的投资上。就像特德·威廉姆斯在他的击中率为 40% 的区域里寻找投来的球一样，你需要寻找成功率更大的股票，比如说 75% 的成功率（平均击中率为 0.75)。你怎样才会找到这样的机会呢？就像我要在下一节中阐述的那样，股市上能否成功运作绝大部分取决于你所支付的股票价格。在一个非常诱人的低价位上购买一只正在上涨的股票，并且想要长期持有，那么你赚钱的机会是相当大的。实际上，在整个 90 年代，投资者如果愿意把股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

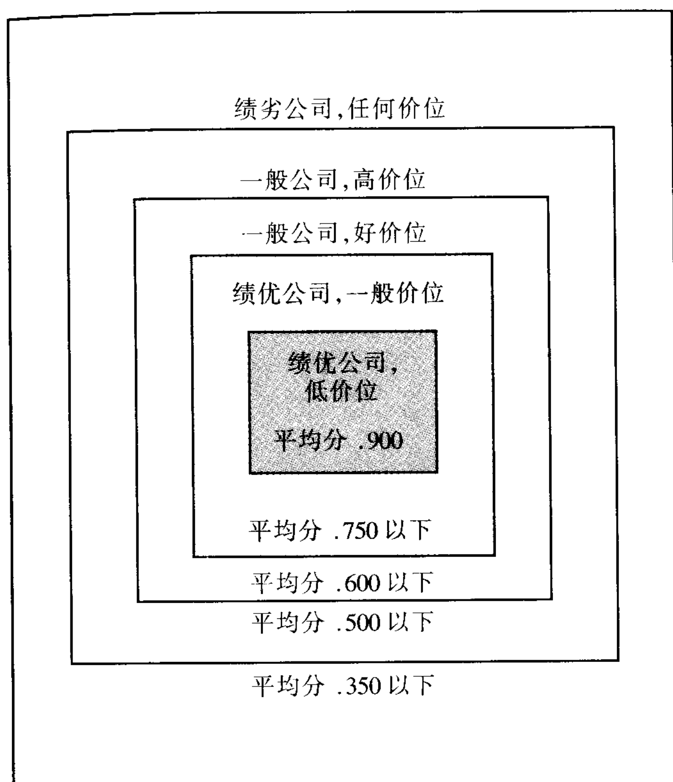


图 8.1 投资者的击球区(你的成功概率)

票多持有几年，他们赚钱的机会一般都会有超过 80%。但是由于投资者不愿意长时间地持有股票，从而使得成功率急剧下降。同样，当价格上升的时候，平均击中率反而下降了。在 90 年代，为一个好的公司的每股收益支付 15 倍的价格产生相当高的平均击中率，为同一公司每股收益支付 30 倍的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格却明显降低了平均击中率。

30年业绩考察

那么一个投资者把球棒放在他的或她的肩上多久才会等到一个好的发球？坦率地讲，你拥有无限期等待的特权，巴菲特说道。如果股票没有到达合适的价位，你就不要去买。实际上，你确实不需要采取任何行动。你可以不买任何一支股票，如果你愿意的话还可以关注另外1000家公司的股票，并投资预期中的任何一家，但是你一定要确信这些球是在合适的价位上传过来的。在过去的40年中，巴菲特几乎对美国所有大公司都进行了研究，有的公司甚至研究了不止一次，心情非常愉快地等待它们达到合适的价位。他的脑海中记录了每一支股票所能支付的最高价格，在出手之前，他耐心地等待着——有时候会等好多年。

对巴菲特的资产而言，耐心是最有力的控制器和平衡器。这使他有时间去勤奋工作，避免感情用事。通过预先确定价格和年回报率的目标，巴菲特更加系统化了他的选股方法，确保他从来不会犯那种流行于大多数投资者中的“非强迫错误”（见第4章中关于巴菲特如何避免损失的内容）。

回想1998年，他以每盎司5美元的价格购买了1.29亿盎司的白银。当问他为什么会作这样一笔不合常规的投资时，巴菲特说他已经对白银市场状况关注了30年，白银的这个价位看上去非常有吸引力。事实确实如他所言，在治理了通货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膨胀，巴菲特做出决定的时候，白银的价格达到了650年来的最低点。这也是自从英法百年战争以来，白银交易的最低价格。让我们来说一说长期的业绩考察。80年代后期，在巴菲特的地位最终确立之前，巴菲特关注可口可乐公司的股票已经有好多年了。你可能只会去猜想在他投资于资本城市、ABC或迪斯尼公司之前，他对它们进行了多长时间的研究。事实是，在此之前，这两支股票巴菲特都曾拥有过，而且把它们卖掉了，但是在股票再一次回到他满意的价位之前，他一直在关注着公司的经营状况（他关注了迪斯尼公司30年）。

把你最喜欢的股票放进口袋

就像其他杰出的投资家一样，巴菲特有着很强的识别力——他抵制住了在当时看上去非常有吸引力的股票的诱惑。如果价位是合适的，任何一支股票都具有投资的潜力，但是巴菲特不允许自己随波逐流地去购买那些只是由于价值被低估才具有投资价值的股票。

最后，美国股市上的大约10000支股票，包括Qualcomms和甲骨文公司，都以低估了的价值为基础进行交易，但是在这10000家公司中只有很少的一部分具有引人注目的长期发展前景。大多数公司或者是基础很差，或者是有着起伏不定的发展史，这样的公司应该尽量地避免接触。另外一些公司能够提供阶段性的交易收益，但是当投资群体厌倦了它们的题材，转而去别的地方寻找短期利润时，这个公司就衰退了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于已经在股票选择上花费了很长时间，最终你会把待选的股票减少到很少的几个。然后，你会重新考虑这些待选股票，并且在某一个时间，当它们的价格下跌到合适水平时进行购买。

巴菲特坚信，在你手中有现金的情况下，也应该抵制住购买股票的诱惑。在很多情况下，沉甸甸的钱包招致了错误的产生。1999年初，巴菲特手里持有35亿美元的现金和伯克夏·哈撒韦公司的债券。他对此感到非常满足，因为这些财富相当于许多小国家年国民生产总值之和，他准备长期持有这些财富，直到发现有值得去购买的、处于合适价位上的公司。与此形成鲜明对照的是，大多数投资者感觉有一种心理的需要，想让他们手里宽松的资金立刻发挥作用。他们不是耐心地等待所喜爱的股票的价位下跌，而是在没有考察一些公司基本财务状况的前提下，购买了一些品质比较差的公司的股票。

为了避免这种错误，巴菲特的做法是先鉴定那些他在以后几年中希望拥有的所有股票，然后在某个时间购买，但是只是在这些股票的价格降到非常有吸引力的时候。如果股票的价格没有很快降到所希望的价位，他不会采取任何行动。因为他知道他所希望的价格下跌迟早会到来。在这期间，他把注意力转向那些价格已经降到所设想水平的公司上。

为了帮助你练习这种购买方法，你应该列出一个挑选出来的有发展前途公司的图表。这个图表中包括你在现在愿意支付的最高价格。把这个图表（像表8.1那样）放在一个方便的地方，以便定期进行核查。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.1 买入点

名称	价格	欲购买价位	评论
美国运通	$135	$100	不够便宜
阿姆根公司	$65	$45	太贵了
思科系统公司	$130	< $60	下挫风险太大
联邦快递	$33	< $40	现在可买入
通用电气	$135	$135	现在可买入
英特尔公司	$115	$70	价格太不稳定
耐克公司	$39	$45	不可错过
纽科公司	$45	< $50	买入
宝洁公司	$65	< $85	准备买入
SUN 微系统公司	$95	$65	过高估价
沃尔特·迪斯尼公司	$38	$25	盈利令人担忧

大量购买股票的一个非常明显的好处是它强迫你时刻保持警惕。购买之前，你必须确定这个公司合理的价值，这意味着你要仔细研究公司状况。把多一些的时间投入到评价过程将会大大减少在不成熟情况下购买的几率。以这种方式进行购买还可以积累起你真正所希望的资产，并且能够阻止你购买那些不特别想要的股票，因为你的手里已没有多余的闲置资金。另外，这种方式还有利于控制你的急躁情绪——最重要——确保交易的完成，因为你不会为任何公司支付过多的资金。

你应该定期的更新核查列表，保证你目标价格的合理性。如果一个公司的发展前景黯淡，你最初制定的购买价格就显得太高。相反，如果一个公司状况出现了根本性的提高，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的价格就不会回退到你购买时的水平。在这种情况下，你必须对公司进行重新评价，决定它的价值是否真的值那么多钱。

关键的一点在于，当你没有投资的时候，不要感觉你应该投资。一旦你对所选的股票充满了信心，你自然会做出越来越少的买卖决定。作为一个成功的投资者，你被赋予了像在9月份的比赛中有20场领先的球队一样的特权。你可以把球棒放在肩上，并且没有限制地击球，因为这不会改变整个赛季的结果。

你可能会明白为什么巴菲特喜欢"放弃击球"这个概念。用数学语言来表达就是，它限制了错误的出现，提高了获利的机会。巴菲特非常敏锐地意识到投资是一种可能性的游戏。如果你在市场上的平均击中率是0.6——也就是说，你有60%的选择是正确的——你会把你的资产经营得很好。当机会增加到75%，你就会做得特别出色。当成功机会进一步增加——到80%或者更多——你就会永远享受那令人咋舌的高额回报。没有任何因素比在合理价位上购买成长性好的股票更能增加你的机会。

放弃击球还培养了你的耐性和自我克制。耐性让你勤奋，富有理性。勤奋带来的是丰厚回报。当你耐心等待合适的来球，你会迫使自己在购买之前仔细研究公司的情况。你会花费时间对公司进行调查，阅读它的财务报告，学习有关它的行业知识，有关它的评价，以及它的经营模式，从而代替那种在不合适的价位上投入5000美元购买美国在线股票的冲动行为。在美国在线公司的股票价位没有达到合适位置，在没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有完全掌握公司的情况之前，你绝不要购买。对于其他公司来说，我们应采取同样的方法，不管它是微软公司、电力公司还是价值1美元的生物科技股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3

PART

ANALYZING COMPANIES LIKE BUFFETT

像巴菲特那样分析公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9

CHAPTER

资产定价

设想你在一座小城里拥有一家娱乐中心，现在你想把它卖掉。为了确定售价，你使用了几种不同的价值评估标准来计算娱乐中心的真实价值。娱乐中心每年的营业收入为10万美元。“我会考虑任何报价，”你对朋友们说，“但是，这确实让我感到吃了亏。”

直觉上也许你会认为娱乐中心应该以50000美元出售，或它的价值为年收入的一半。按着你最好的估计，50000美元只是娱乐中心的清算价值，也就是如果把建筑物、内部设施、自动售货机以及电子游艺机拍卖的话，你能够获得的价款。但是，你必须放弃这种结论，因为你的结论中没有考虑到那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机器潜在的获利能力。新的老板肯定愿意付出高于50000美元的价格。

做进一步的研究，你可以考虑把售价直接就定为30000美元——这就是所有自动售货机和游艺机的置换成本。“如果这些机器不能创造收入和盈利，我愿意接受这个价格，”你对自己说到，“但是，这些机器是可以获利的，所以，如果我放弃了机器的盈利能力，我就必须得到补偿。”

基于第二种想法，你考虑以90000美元的价格出售娱乐中心，这恰好是资产的净值，或者娱乐中心的账面价值（即营业资产减去短期和长期负债）。这个价格将远远超过50000美元的变现价值。然而，在直觉上，你开始意识到账面价值并不足以代表娱乐中心的真实价值。如果娱乐中心能够为它的资产和股份带来很高的收益，那么营业资产的价值就会远远地超过仅为股本所代表的价值。

在进一步的考虑之后，你又考虑到把售价定为65000美元——这是你在6年前购买娱乐中心时的原始成本，但是这个价格切合实际吗？65000美元的价格意味着在6年间你的资产价值没有得到哪怕是1美元的提升。“可是，自从我购买以后，我的盈利上升两倍，”你在提醒你自己，“仅仅这个事实就应该使我目前的资产价值超过我购买时的价值。”

你又花了数个小时来思考，想出了一个10万美元的售价——或者是年收入的一倍。这似乎是合理的，考虑到临近城市的一个类似的娱乐中心的售价也刚好是年收入的一倍。在理论上，这似乎是一个最好的答案，但是，这同样包含了一个有缺陷的假定。你认为公平的市场价值是评价你的资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的最佳标准。但是，你必须考虑到这样的可能性，即其他某个娱乐中心的售价很可能具有随意性。某个人对于一项资产的定价未必能代表所有人的判断。

随着你对这笔交易的研究越来越细致，你开始把越来越多的相关变量纳入到售价中来考虑。“或许我应该报价60万美元，或者是娱乐中心年收入的6倍，”你对自己说道。无论如何，每一台自动售货机和游艺机的使用期至少还有6年，在这段时间内，这笔资产会为新的拥有者创造出60万美元的收入。但是，最终你告诉自己放弃这个想法。一个买家如果真的付出60万美元，那他会很愚蠢。在随后的每一年，资产创造的10万美金收入的现值会变得越来越少。如果新的所有者想使他的投资获得15%的收益，那么在一年之后他的收入的现值仅能达到86956美元。到第6个年头，10万美金的收入现值仅为49718美元。

也许你会感觉有些惊讶，于是便去请教你的邻居，一位会计师。她会告诉你：“我想它值21.5万美元。”

“你是怎么算出来的呢?”你问道。

我假定那些机器在第一年会带来10万美元的收入并且收入将以每年4%的速度增长。然后，我把所有与资产运营有关的费用减去——包括工资、税收、折旧、原材料、消耗品、公用设施费用、租金、维护费、保险费以及债务。我估计这些费用也会以每年4%的速度增长。我预计你的资产在今后10年间每年将会获得35000美元的平均税后利润。在第10年以后，我估计税后利润每年将会增长8%。因为你的游艺机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到那时已经折旧完毕，你因此会得到额外的收入。

然后，我分析了你在过去6年间经历的盈利与现金收入的变动情况。因为你的经营曾经发生过年度间的波动，我认为你的资产较之我们见到的其他类似投资具有更大的风险。一个投资者会要求获得15%的年收益，以补偿他所承担的额外风险。为了获得15%的年收益，我可以确信一个买家不可能支付超过21.5万美元的价格。这就是你的娱乐中心的真实价格。卖不卖由你。

此时，你兴奋异常并准备马上出手。

一项资产到底值多少钱？正如上面的例子所揭示的，答案取决于你如何界定这个问题。一个买家为了某项资产或许愿意支付5万美元，但是另外一个人却可能愿意出25万美元，在华尔街，类似的主观色彩是很普遍的。一个买家可能愿意以每股50美元的价格购买某种股票，但是另外一个人却宁愿花每股150美元的价格来购买同一家公司的股票。很明显，两个投资者的选择不可能都是正确的，尽管他们都可能坚持自己是对的。正是价格与价值在主观上的相互作用才使投资像科学一样成为一门艺术。即使华尔街最老练的分析家和基金经理在如何进行定价方面的分歧也是巨大的，比方说，对麦当劳或微软进行定价。有些人在微软每股100美元时不敢轻举妄动，而另外一些人则不假思索地以150美元的价格买入。对于许多人，即便你给他一根10英里长的杠子，他们也不敢去碰一下那些烧钱的互联网公司，而其他一些人却把同一家公司股票的目标价位愉快地定为每股200美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从理论上讲，在定价上的争论应该是很轻微的。如果所有的投资者都依据相同的事实，并且能够客观地看待这些事实，他们的价值分析结果应该大致相同。就像娱乐中心一样，每一项资产都包含着一种内在的真实价值，它反映了企业的长期盈利能力以及在长期内持有这些资产的风险。资产的价值是动态的——一个公司的价值随着利率、美元、公司盈利及销售、债务水平的波动而变化，这只是少量的几种因素。但是，在任何一个确定的时点，一个投资者应该能够合理地评估一项资产，如果手里掌握了确定的信息的话。

你的价值评估被证明准确与否，取决于你所运用的假设条件。但是在考虑了所有的相关因素后，就像游艺中心老板的邻居做的那样，你就能够迅速地做出判断，你希望购买的股票是否物有所值。你买入时的主要目标就是缩小选择的范围，并把失误的几率降到最低。不要指望能够把公司的价值精确地计算到每一分钱。在最好的情况下，你对公司真实价值估计的偏差在 20% 以内，但是，一旦你估计的偏差小于 20%，你就会显著地降低你做出错误决策的几率，也就是为目标股票支付过高价格的几率。

几个世纪以来，资产出售定价完全是主观性的。直到 20 世纪，买家们才掌握了合理评估一个公司及其业务的充分数据。即使到那时，人们还是经常缺乏做出一个准确判断的分析工具。直到 20 世纪第一个 10 年的上半段，预测手段才变得成熟起来。在 1938 年，约翰·布尔·威廉姆斯提出了这样一个命题，一个公司的价值等于所有者能够从公司中获取的盈利。通过计算公司在整个生命周期中的盈利并对盈利作通货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膨胀及时间现值的调整，你就可以确定公司的真正价值。如果你预测英特尔在预期寿命中能够赚1750亿美元的利润，在利用通货膨胀和你的风险承受力对其进行调整之后，你应该愿意支付1750亿美元来获得整个公司的股份。

如果英特尔拥有17.5亿已发行股份，每一股都必须反映出整个公司的定价，因此每股售价不应该超过100美元。类似的，如果你合理地估计到韦尔斯·法格银行在其生命期内可以获得500亿美元的净收入，你就应该愿意支付500亿美元来收购它的全部股份——不多也不少。这就是韦尔斯·法格的真实价值——分享公司未来利润的合理代价。如果韦尔斯·法格有4亿已发行股份，那么每股的真实价值就是125美元。这是一个投资者能够为韦尔斯·法格每股支付的最高价格。

“对于资产的定价，对将来的支付进行估计是必要的。”威廉姆斯写道，“年度支付应该按着货币自身价值的变化来调整，投资者会要求用净利率来对其折现。”对于威廉姆斯来说，有4个概念对于公司定价是至关重要的：

1. 你必须把自己视为资产的所有者并且像你评估一个私有企业那样来评估一家股份公司。
2. 你必须对公司未来的盈利潜力进行估计。
3. 你必须确定未来的盈利是变化莫测的还是在年度间保持平衡。
4. 你必须用资金的时间价值对未来收益进行调整。

为什么威廉姆斯把他的定价模型建立在盈利上而不是股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价上？盈利是有形的。一个所有者可以在每年结束时把它们揣在口袋里，并且可以把它们再投资于他认为适当的任何方面。相反，股票价格无法反映一个公司的价值（尽管许多学者有不同意见）。股票价格反映了投资者们对价值变化不定的感知。市场的感知被恐惧、贪婪、信息不对称、经济恐慌以及股票交易中异常的供求失衡极大地扭曲了。事实上，在你买入之后，没有任何东西能够保证股价会持续上涨。股价可能会下跌，尽管公司在数年中有创记录的销售收入与盈利。同样，股价可能会戏剧般地上升，尽管公司的销售和盈利实际上下降了。

从长期看，股价会按着资产价值上升的大致速度上涨。然而在短期内，任何事情都是可能发生的。投资者必须以同娱乐中心买家一样的方式来评价一家公开上市的公司，就是要计算可以揣进所有者口袋里的利润。如果你要购买前面提到的娱乐中心，你就要把买价建立在资产能够带来的税后利润基础上，或者是在资产每年产生的额外现金流入基础上。当然，你不能把买价建立在道·琼斯工业指数上，你不能对一个卖家说："道指本周下降了4%，所以我必须把我们的协议价格降低10000美元。"那样卖家会嘲笑你。同样，你也不用担心卖家会把要价提高10000美元，如果道指显著上涨的话。公众对经济价值的感知与娱乐中心的价格毫无关系。股价的变动不会引起资产真实价值的波动。这种变动实际上是人们对真实价值的感知发生波动的结果。这是投资者们在股市上每天都要犯的错误。

从所有者利益角度看待股票是走向资产定价的第一步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本杰明·格雷厄姆教导巴菲特在这种含义上分析股市牌价。不必相信最新的股市牌价，格雷厄姆在1934年写道，你必须提醒自己，与公司股票相关的价值是否得到合理的体现。

一个几乎让人难以置信的事实是，在华尔街没有人会问“这项资产能卖多钱”。然而，这却是购买股票时应该问的第一个问题。如果有人以一项每5%的收益率定价为10000美元的资产向一个商人报价，这位商人心理上的第一反应就是把报价乘以20倍，这样就确定了整个资产20万美元的报价。他剩下的计算就是反复衡量这项20万美元的资产是否是一桩好买卖。

格雷厄姆的方法是建立在一种简单的推理基础之上的：你，作为一个投资者，占有盈利。你对价值的判断最首要的应该是，确定这项资产以年度纯收入的形式能给你带来多少收益，而不是市场所表现出的股票价值。股市价格只是给你提供了一种参考，帮助你确定一家公司的价值是否被低估、恰当地估价还是被高估了。

盈利估计

在确定一支股票的买入价格时，巴菲特首先赋予公司某种价值。如果不采取这慎重的第一步，没有任何投资者，包括巴菲特，能够确定支付的价格是过高还是过低。缺乏这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息，巴菲特，还有你都无法确定股票能否带来一个良好的收益，因为收益与价格具有不可分割的联系，而价格与价值也存在着必然的联系。

应当记得，公司的真实价值实际上就是未来预期利润的总和通过资金的时间价值“折现”所得到的数额。应该承认，这是资产评估中最困难的一个方面。华尔街最好的分析家们掌握着上百万美元的研究预算，他们有时也会对公司及整个行业做出完全相反的判断。这也是沃伦·巴菲特偏爱那些能够表现出确定性的公司的一个原因。他能够避开预测未知事物所暗藏的陷阱，或者是回避跳跃 7 尺高的跨栏，就像他所称呼的那样。“查理·芒格和我并没有学会如何去解决棘手的商业难题。我们所学会的只是如何去避开它们。”他说道，“从某种程度上说，我们能够获成功是因为，我们致力于识别可以跳跃过去的一尺高的跨栏，而不是因为我们获得了跳跃 7 尺高跨栏的能力。”

一些公司如美国运通，韦尔斯·法格、吉列，以及可口可乐在长期内表现出了如此稳定的盈利增长，使得巴菲特可以对它们的未来做出迅速合理的预测。对于资产定价来说，稳定性是一个很重要的因素。一个公司的历史记录越不稳定，它的未来也就越不稳定。这就导致包含的风险会越来越高，它的价值就不如表现出稳定性的公司那样高。不幸的是，世界上 99% 的公司缺乏美国运通那样的稳定性。由于缺乏可以外推的稳定性历史记录，投资者们经常被迫对未来做出一些不真实的预测。

巴菲特与其他的商业分析家们不同的地方在于，他准确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地认识到定价的标准应该是统一的。他决不为新时代的布道所蛊惑。他们宣称技术产业应该被给予不同的待遇，或者应该被更宽容地对待，因为它们是一种创新。一切经营活动最终都必须通过如何把销售转化为盈利以及盈利增长率来判断。一家互联网公司可以用，并且应当用，同其他任何行业相同的标准来定价，就像铁路、电力设施、软件开发商、电影生产商或者一个零售商那样。所有这些企业的价值都应该等于它们未来预期收益的折现值。如果它们被预期在将来赚不到任何钱，巴菲特指出，它们就没有任何价值。所有的资产都应当被同样地估价，从马鞭制造商到移动电话生产商，在经济上都应当是平等的。

良好的投资并不复杂，尽管也远远不能说它是简单的。一个投资者所需要的就是正确定价经过选择的资产的能力。注意“经过选择的”这个词，你不必成为一个专家了解每一家公司，或者即便是许多公司。你只需在能力所及的范围内能对公司做出定价就可以了。能力范围的大小并不很重要，然而，清楚它的边际却是至关重要的。

作为投资者你的目标应当就是以合理的价格购买一项熟悉的资产从而获取一部分收益。这项资产的盈利在5年、10年甚至20年内将会有一个非常确定的实质性的增长。在经历了一个相当长的时期以后，你会发现没有几家公司能满足这些标准——因此一旦发现了一家符合标准的公司，你就应当购买相当数量的股份。你还必须能够抵制使你背离原则的某些诱惑：如果你不情愿在10年内持有一种股票，那么你就不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要考虑哪怕是仅仅持有它们10分钟。

在对未来的收益进行评估时，投资者们应当首先研究过去。研究表明，在许多案例中，一个公司增长的历史记录是其未来走向的最可靠的指示器。这种思路可以帮助你了解你所研究的对象，它是一个像默克那样的稳定增长的公司，还是一个像英科公司那样的高负债的周期性增长的公司。一家公司如果在过去的25年间一直保持着15%的利润增长率，那么在未来它不大可能远离这种水平。能否在经历了经济衰退、战争、高利率以及股市崩溃后仍然保持同样的增长轨迹，是对公司保持持续发展能力的一种检验。

不幸的是，在数千家上市公司中，仅有一小部分实现了这样的稳定程度。其中包括艾博特实验室、默克公司、菲利浦·莫里斯、麦当劳、可口可乐、埃默森电气，自动数据处理以及沃尔格林公司。如果你绘制了这些公司自60年代中期以来年利润增长图表，你就会发现一个几乎连续的趋势——无论在经济走强还是走弱时期，利润都按着一个稳定的比率增长。能在相当长时期内保持这样的稳定水平的公司极有可能在将来做得同样好。

投资者们经常会犯这样的错误，他们对公司增长水平的推断超越了公司真实的增长率，并且他们假定一家公司能够突然地与过去一刀两断。实际上，你应当预期到一个相反的结果：或早或晚，公司的增长率最终会降下来，因为寻找新的市场、不断扩大销售会变得更加困难。尽管如此，你仍然可以相信它们是稳定的，即过去的增长率是可以被复制的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举个例子，设想一下在过去的10年间每一年的利润增长都保持在12%～14%之间。你可以合理地推断出公司在下一个10年间将保持一个平均的增长率（13%）。因此，你可以相当快地计算出公司的真实价值，因为你已经估计出关键的要素——未来的利润——并且具有相当高的可信性，如表9.1所示。

表9.1 稳定增长的公司

	每股盈利	增长率
1989	$3.00	
1990	$3.39	13%
1991	$3.80	12%
1992	$4.33	14%
1993	$4.89	13%
1994	$5.48	12%
1995	$6.24	14%
1996	$7.06	13%
1997	$7.90	12%
1998	$9.01	14%
1999	$10.18	13%
	估计盈利	
2000	$11.50	
2001	$13.00	13%
2002	$14.69	13%
2003	$16.60	13%
2004	$18.76	13%
2005	$21.20	13%
2006	$23.95	13%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	每股盈利	增长率
2007	$ 27.07	13%
2008	$ 30.59	13%
2009	$ 34.56	13%

在20年间，我们假想的公司每股的盈利增长11倍多。如果投资者为2009年的股票设定一个同1989年相同的市盈率，股价也同样会上涨11倍多。如果公司在过去具有很高的稳定性，那么公司未来的盈利与你的预测相吻合的可能性就会很高。

如何看待那些周期性增长的公司？它们的盈利随着商业周期的景气上下起伏。在大多数情况下，巴菲特尽量回避这些股票，除非市场对股票的定价有误，并且存在着某些特定的刺激因素确保股价在未来可以上涨。巴菲特并不完全排斥这种周期性的股票，因为在他的伯克夏·哈撒韦资产组合中就包含着许多这样的股票，并且已经有多年的历史。其中包括：加泰克斯公司、埃克森公司、阿尔考公司、艾米利达·海斯公司、克里夫兰克里夫铁业公司、通用动力公司、汉迪·哈曼公司、恺撒铝业公司以及 Wollworth，当然，还包括几家银行。巴菲特一般在公司业务正在反弹，或者市场处于低迷时期投资者们把股价打压至历史低限时，才买入这样的股票。周期性股票的问题在于，它们无法表现出来长期的经营稳定性，阿尔考公司在经济高峰时每股可能盈利6美元，而在经济衰退时每股盈利可能还不到1美元。Wollworth 则显示出了这样一种能力，仅在1年间它就能从财富的顶峰跌入债务的深渊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为它们的经营历史是变化无常的，因此这些周期性的公司就无法满足巴菲特对可预见性的要求。这种情况在短期内几乎不能得到任何改变。除非人类能够消除经济衰退或者能够稳定剧烈波动的原材料价格，否则许多公司的盈利必然会潮起潮落，在其发展过程中几乎不会有长期性的增长。有些股票，如西尔斯、柯达、通用汽车，在今天获得的每股盈利比起70年代中期的水平高不了多少。并不偶然，在过去的20多年间，它们的股票价格也上涨的很少。

本杰明·格雷厄姆告诉巴菲特，定价周期性的公司要依据它们的“平均利润率”，一定不要为任何某一年的利润支付过高的溢价。通过计算公司在过去7~10年间的年度平均利润，你同样可以对未来的平均利润有一个相当准确的估计。格雷厄姆同时也建议，决不应该以超过公司平均利润16倍的价格买入股票。例如，一家采矿公司，如英科公司，在经济高潮期每股的年盈利可能高达5美元，但是在经济低谷期，每股的亏损会超过1美元。从历史上看，英科公司每股的年平均利润大约为1美元，格雷厄姆将会劝告投资者们不要支付每股超过16倍美元的价格，无论经济形势是怎样的。

通过计算过去的平均利润，你可以获得一个更加合理的定价，并且可以避免把那些无法持续的增长趋势延伸至将来。这样的情况太多了，投资者们疯狂地追逐像英科公司这样的公司，因为它的每股盈利达到了5美元，但是却忘记了在某一时刻它的利润注定要迅速下降。运用平均利润的另一个好处就是，你不必去预测经济在未来的运行状况——平均利润方法替你做了，正如表9.2显示的那样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9.2 平均盈利

	每股盈利
1990	$1.55
1991	$1.25
1992	-$0.40
1993	-$0.90
1994	$0.10
1995	$0.85
1996	$1.60
1997	$1.85
1998	$2.25
1999	$2.30
Average	$1.05
估计盈利	
2000	$1.05
2001	$1.05
2002	$1.05
2003	$1.05
2004	$1.05
2005	$1.05
2006	$1.05
2007	$1.05
2008	$1.05
2009	$1.05

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润的风险折扣

识别与估计盈利的目的就是确定目前的商业风险水平。公司盈利风险越高（即不可预测性越高），你为其支付的价格就应该越低，对于其他的因素也是如此。一个公司的真实价值与其经营的稳定性是密不可分的。一个具有波动性盈利历史的周期性公司不可能吸引巴菲特作长期的投资，因为对它们定价太困难了。大多数分析家们对预测表9.2中显示的那家假想公司的盈利都会感到非常棘手。公司具有的商业风险实在是太高了。

商业风险的水平对于巴菲特和任何一个评估者来说都是至关重要的，因为它最终决定了你应当支付的股票价格。一旦你为一家公司确定了一个适当的盈利增长率，你还必须考虑到一种贴现因素，以补偿你的资金的时间价值。例如，一张大额定期储蓄存单的年利息为5%，但是，用通货膨胀对其调整后，它的真正收益就要少于5%了。一种10年期的3A级公司债券的息票率可能会达到6.5%，但是用通胀率、违约及商业风险对其调整之后，真正的收益也将会减少。普通股票也同样如此，只是在这种情况下，也就是当你购买了一支股票时，你同时放弃了在其他地方获利的机会。

对于巴菲特来说，定价一家公司与定价一种债券没有什么区别（这是在15章中讨论的一个观点）。在定价一种债券时，你要计算每年的收益流量，或者“票息”，并且通过一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全面反映各种风险及机会成本的贴现率来对年收益进行折现。对于资产定价也是同样的道理，只是收益是公司每年的现金流入额，或者是盈利。由于你作为一个股东，你对公司的盈利享有权力，就像债券投资者对票息享有权力一样，因此，你的定价应当建立在你所预期的公司的年收益流动趋势上。

机会成本表示你在一个具有同样风险的、类似的投资上本应获得的收益。例如，假定你有机会选择投资于一家潜在年收益率为15%的自助洗衣店，或者是你可以买入若干价格50美元的铁路股票。两项业务都具有同样的风险。为了确定铁路股票的价值，你必须估计出将来的年盈利或者现金流入，并且用每年15%的贴现率对其折现，如果计算结果显示价值高于每股50美元，你就应该投资于铁路。如果你得出的价值低于每股50美元，股票就是被高估了，那么自助洗衣店就是一项更好的投资。

对盈利进行折现，就是用将来每一年的盈利或现金流入除以你所选择的折现率。例如，假定企业在今后5年里预期每年的盈利为10000美元，机会成本为15%，表9.3显示了你将如何对5年的盈利流进行折现。

在第一年，你用10000美元的利润除以1.15表示一个15%的折现率，得到的数字为8696，这显示了利润对你来说的真实价值。在第二年，你要用15%的折现率对10000美元的利润进行两次折现。因此，你用10000美元除以1.15的平方。在第三年，用利润除以1.15的立方。以此类推，就像你看到的那样，随着折现率的复利计算，10000美元的价值在一定时期后显著下降了。在5年以后，10000美元利润在今天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价值仅为4972美元，而企业为股东们共创造了33522美元的现值利润，这项资产的真实价值为33522美元——投资者们可以从公司预期获得的全部收益。

表9.3 对公司的年盈利按15%的比率折现

年度	盈利	除以	折现值
1	$10,000	1.15	$8,696
2	$10,000	$(1.15)^2$	$7,561
3	$10,000	$(1.15)^3$	$6,575
4	$10,000	$(1.15)^4$	$5,718
5	$10,000	$(1.15)^5$	$4,972
合计	**$50,000**		**$33,522**

公司的价值就是未来折现利润的总和。在表9.3显示的例子中，我们发现这个企业值33522美元，假定它的运营期只有5年。如果我们假定运营期为10年，企业的价值就会显著增加了，因为累计的年度利润总额增加了。

认识折现率的另一种方法是把它当作一个跨跃的栏杆。它显示了为了获得预期收益，你可以支付的最高股价。假定你对微软的收益采用15%的贴现率来折现，结果你由此确定出微软的股票每股值75美元。实际上，你已经确定出了一个微软股票的风险报酬范围。如果微软只给了你一个15%的年收益率，那么你就不必支付超过75美元的股票价格。如果你支付的价格超过了75美元，那么你就承担了收益率低于15%的风险。如果你以每股低于50美元的价格买入微软的股票，那么你将肯定获得超过15%的收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恰当的贴现率应该是多少呢？学者们在这个问题上争执不休。定价专家们一般来说把贴现率最低定为 3%（这会得出一个很高的定价结果），或者最高定为 25%（这使得大多数公司的股票看上去被高估了，这取决于他们如何理解他们掌握的数据。由于选择贴现率是定价中最重要的一步，也是最容易导致判断失误的一步，因此巴菲特选择了最简洁的解决方法。他用长期国债的贴现率来对收益进行折现，并且优先考虑 10 年期的国债的贴现率）基于以下 3 个原因，巴菲特的方法是行之有效的：

1. 巴菲特把一切股票投资都放在与债券收益的相互关系之中来看待。如果他在股票上无法得到超过债券的潜在收益率，那么他会选择购买债券。因此，他的公司定价的第一层筛选方法就是设定一个门槛收益率，这个收益率必能够达到或超过政府债券的收益率。
2. 巴菲特并没有耗费精力试图去为他研究的所有股票都确定一个合适的、惟一的贴现率。贴现率是动态的，它们随着利率、利润估计、股票的稳定性以及公司财务结构的变化而不断变动。一项定价结果，比如对西尔斯的定价，与其做出时的各种条件紧密相连。但是两天之后，可能会出现新的情况迫使一个分析家改变贴现率，并对公司做出不同的定价。为了避免不断地修改模型，巴菲特总是很严格地保持他的定价参数的一致性。
3. 大多数资金经理们使用的贴现率并不足以限定公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动性，因此他们的定价结果不能准确地衡量公司的真实状况。为了确定贴现率，学者们建议投资者用公司股票的波动性来描述风险。较高的波动性就意味着较高的风险。这就要求你采用一个较高的贴现率。巴菲特则以不同的方式界定风险。他把注意力放在商业风险上，也就是公司股票年收益率的可预知性。一个像杜邦那样的周期性公司其年收益率变化很大，具有更高的风险性，因此，较之沃尔格林公司这样的公司应采用一个较高的贴现率。沃尔格林公司在很多年来盈利增长率始终保持在12%～14%之间。如果一家公司没有任何商业风险，那么它的年盈利就是完全可预知的。在巴菲特眼里，这就同政府债券一样毫无风险。因此，应采用一个同债券一样低的贴现率。巴菲特把注意力首先集中在盈利增长率变动很小的公司上，因此，他可以用国债的贴现率来对盈利进行折现。“风险来自于你不知道你将做什么。”他这样说道。

巴菲特在如何运用贴现率进行计算方面也明显地不同。商业分析师们被教导要尽可能长远地去推算公司的盈利。同时对每一年的盈利进行折现，然后，他们得到一个反映公司预定增长率的永久的“连续价值”。于是，对麦当劳这样的公司的评估应该像表9.4显示的那样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9.4　麦当劳的定价

头 10 年每股盈利增长率			12%
此后全部年份每股盈利增长率			5%
折现率			10%
	每股盈利	除以	等于
2000	$2.50	1.1	$2.27
2001	$2.80	$(1.10)^2$	$2.31
2002	$3.14	$(1.10)^3$	$2.36
2003	$3.51	$(1.10)^4$	$2.40
2004	$3.93	$(1.10)^5$	$2.44
2005	$4.41	$(1.10)^6$	$2.49
2006	$4.93	$(1.10)^7$	$2.53
2007	$5.53	$(1.10)^8$	$2.58
2008	$6.19	$(1.10)^9$	$2.63
2009	$6.93	$(1.10)^{10}$	$2.67
头 10 年			**$24.68**
加上连续价值($7.76/0.05)/$(1.10)^{10}$			**59.92**
减去每股负债			$6.00
Equals intrinsic value			**$53.92**

巴菲特在任何情况下都不会仰仗这样的公式。取而代之，他会用公司的增长率和贴现率来确定股票是否比债券更具有吸引力。在表 9.4 所显示的例子中，巴菲特会对麦当劳在 2000 年的每股盈利（2.50 美元）做出一个关键性的比较。为了对未来的盈利进行折现，巴菲特用 2.50 美元除以国债的息票率——比如 6%——来获得一个折现价值 40 美元（2.50 美元/0.06 = 40 美元）。40 美元的价格成为他的门槛价格。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦当劳的股价达到50美元，那么收益率就仅达到5%（2.50美元/50美元=0.05），或者低于债券6%的息票率。那么，巴菲特就会买债券而不是股票。

对于巴菲特来说，麦当劳可不仅仅值40美元；40美元代表了与债券同等的一个价格，巴菲特对这种水平并不感兴趣。由于麦当劳存在着无法维持其每股2.50美元平均年盈利的风险，因此，他可能会倾向于购买债券，债券的收益是固定的。如果麦当劳能提高其年盈利的话，那么它的股票价值就会大大超过40美元。当未来的盈利增加时，相对于巴菲特的原始买入价格，每股的盈利率也增加了（在15章中有更详细的解释）。这样在一定时期以后，巴菲特的股票变得更有价值了。因此，他将愿意支付一个溢价以获得麦当劳不断增长的收益。在表9.4所示的例子中，我们假定麦当劳在今后10年间利润以每年12%的速度增长，在这种速度下，每股40美元的麦当劳股票较之息票率为6%的债券就是一桩绝好的买卖，因为股票在未来的收益将保持不断增长，而债券的收益却是固定不变的。

对于定价来说，尤其是对于高增长率的公司的定价，主要矛盾在于它是建立在某种不可靠因素基础之上的。为了得出一个现在的价值，你必须能够预测未来，或者至少对于公司未来的增长前景有一个合理的估计。如果你无法预测在未来3年、5年甚至10年的发展轨迹上公司能够获得多少盈利，你的分析就存在着致命的缺陷。你极有可能高估了未来的增长，并对公司的价值做出了过高的评价。巴菲特相信问题就出在这里。当投资者们越来越相信他们钟爱的股票的盈利会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保持不断的加速增长时，或者能够创造出与历史截然相反的增长记录时，对价值的高估就不可避免了。维持股票高水平市盈率的惟一途径就是指望公司在未来保持一个上佳的表现，甚至是越来越佳的表现。

然而，未来在价值决定中是一种最不可靠的因素。为像甲骨文这样的股票支付100倍于盈利的价格，你必须证明它确实值盈利的100倍。仅凭甲骨文过去的增长率无法支持这样的价格。这就留给了投资者们一个艰巨的任务去证明，甲骨文未来的盈利趋势能支持水平为100的市盈率。只有当甲骨文在未来10~15年间的盈利增长率达到了30%~40%，才能够维持如此之高的市盈率。那么这种情况发生的可能性有多大呢？首先，在历史上，几乎没有什么公司能够在这样长的时间内保持如此高的增长率。第二，公司未来的前景即使在最好的情况下也不可能是清澈见底的，并且要做出非常确定的预测几乎是不可能的。因此，对于任何关于甲骨文的预测，你一定要低调处理。

事实上，当股票的价格在90年代后期一路攀升的时候，分析家们一般情况下在他们的研究报告中对公司定价进行了回避。这是在为他们无法用约翰·布尔·威廉姆斯所建立的以及几乎在所有商业学校都传授的那些分析方法去解释当时的价格。那些试图对高增长的公司进行定价的人不得不假定这些公司能够获得一个持续增长的市场份额，并且能够使盈利呈加速度增长。许多分析师们求助于一些近乎可笑的方法来支持他们的“买入”建议。如果一个公司的盈利超出了季度估计，那么这就是一笔好买卖，无论它的价格有多高。同样，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只要某个竞争对手的股价达到了类似的价值，那么即便是自己的高估价值也被认为是合理的，还有一些公司只是因为他们的“接管溢价”而被追捧，就是说，如果另外一家公司以某种价格收购了它，那么它的价值就应该是那些。

仅仅根据对未来的预期来定价一家公司，必定会迫使你做出一系列可能最终被证明是完全错误的假设。正如本杰明·格雷厄姆指出的那样：

定价越是依赖于对未来的预期——与过去的表现结果联系得越少——就越容易导致错误的计算结果和严重的失误。一个高市盈率的成长型股票，它的大部分的价格构成来源于同过去的表现有着显著不同的未来预测结果——现有的增长率可能除外。因此，或许可以这样说，今天的证券分析师们（格雷厄姆于1973年写道）在某些需要精确但又极易产生相反结果的场合，发现自己不得不成为一名最好的数学家和科学家。

当然，一个公司的真实价值是动态的并且随着经济环境、利率、债务水平以及市场条件的变化而不断地发生改变。对于任何一个公司来说，它的真实价值每天都在发生着变化，但是却很少按着股价的波动幅度发生变化。一支股票的价格可以在3个月内从50美元上升到100美元，而公司的真实价值却可能仅从60美元调整到65美元。同样，在公司真实价值从5美元涨到6美元时，股价却可能从20美元下降到5美元。最终，价格与价值必然会保持协调一致。市场价格与公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司价值之间过大的差距不可能无限地保持下去。如果，尽管公司的价值只有65美元，而市场价格却达到了100美元，那么某些事情必定会发生——要么真实价值加速增长，要么股价跌至65美元或者更少。

正如巴菲特看到的那样，真实价值难以捉摸——但是通过确凿有力的分析，任何资产都具有一个可知的真实价值。去除所有表面的现象，你最终会发现真实的价值，就像米切尔·安杰罗在一块大理石中提取出他确信存在的生命形式一样。但是，要精确地估算出真实价值是非常困难的、痛苦的，并且是非常主观的。如果这是很容易的话，华尔街的顶级分析师们会对美国在线的售价取得完全一致的意见，但是这样的一致几乎从未发生过。在所有大叫美国在线是一桩“好生意”的分析师们或基金经理们中，你一定可以发现某一位或许是10位分析师们想以同样的价格卖掉他们的股份。

本杰明·格雷厄姆通过坚持一种“安全空间”来避免陷入这种窘境。如果你无法确定韦尔斯·法格每股值80美元还是100美元，就给你自己一个缓冲的时间，等到价格回落到远低于80美元的水平后再去购买它——为了安全起见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10

CHAPTER

账面价值

巴菲特最钟爱的增长测算手段

在巴菲特向伯克夏·哈撒韦的股东们做的年度报告中，第一句话就清楚地表明了这个69岁的首席执行官及投资经理最关心的是什么。在这里，巴菲特描述了刚刚结束的这个年度中的财务记录，他运用资产负债表中的公司增长记录来作为衡量尺度：

在1998年，我们获得了259亿美元的净值，这使我们的A级股票和B级股票的每股账面价值同时增长了48.3%……过去的34年以来（即接管了公司经营以来），每股的账面价值从19美元增长到37801美元，每年的复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利增长速率为24.7%。

许多首席执行官们在年度报告的开头总会炫耀公司盈利的增长或者销售收入的增长速度超过了整个行业。另外一些则盛赞他们实施的重大并购或者实施了改革公司财务结构的举措。甚至还有一些不惜去夸耀股价在上一年度发生了飞涨。相反，有些人则会抱怨海外的经济衰退或者利率上升使他们的营业利润率及利润蒙受了损失。巴菲特是引用资产负债表中的得失的少数几个人之一。

巴菲特清楚地意识到要在长期内给股东们带来收益，账面价值的增长恐怕是一个最首要的因素。如果一个公司能够持续地以一个较高的、必要的速度提高其每股的账面价值，那么它就必然会以一个较高的速度增加盈利。因此，在长期内，账面价值的增长必然导致公司的真实价值及股票价格按照相应的比例增长。"在任何一个年度里，账面价值的变化比率很可能会合乎逻辑地与当年真实价值的变动比率十分接近。"巴菲特在1996年为股东写道。

事实上，在长期内，账面价值的增长与股价的上涨之间存在着一个很强的相关关系。在过去的35年间，像美国钢铁和通用汽车这样的公司其每股的账面价值几乎没有多少上升。这是其股价在这样长的时间内上涨缓慢的一个主要原因。通用汽车在1999年的股价仅比1965年的波峰价格高出20美元。USX的股价则比50年代还要低。与此相反，思科系统在90年代每股账面价值每年以91%的速度上升。并非偶然，思科的股价在同一时期以每年92%的速度在上涨。甲骨文在20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪 90 年代中，股价和账面价值以一个步调一致的速度在上升，分别为 33% 和 31%。许多其他公司——清频电讯公司、阿戴普科技、康柏电脑、全国信用公司、耐克、范尼梅以及 Novell——在 90 年代其每年的账面价值与股价都按着几乎相当的速度增长。许多高增长率的公司——升阳公司、索特龙公司、微软，英特尔、阿姆根公司、哈里－戴维森、Medtronic、戴尔计算机及 EMC——其股价的增长则远远地超过了账面价值的增长（图 10.1）。

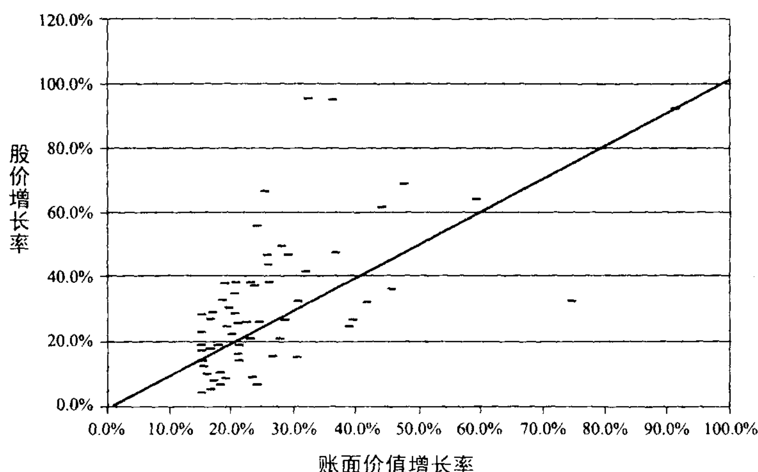


图 10.1 1990～1999 年高增长率的标准－普尔 500 公司的账面价值表现

第一个发现这种相关关系的人是埃德加·劳伦斯·史密斯，他在 1924 年写的一本书，《长期投资中的普通股》，为许多著

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名的资金经理包括巴菲特所推崇。史密斯写道，没有比通过增加账面价值来提高股票价值更好的办法了。通过不断地增加公司的留利就可能最大限度地做到这一点。如果经营者能够采取措施，为了股东的利益把利润进行成功的再投资，那么，不断上涨的股份就是他们的努力应得的回报。

史密斯关于价值随着留利而增长的观点构成了巴菲特商业分析及判断的核心内容。正如巴菲特年度报告所显示的那样，他把账面价值的增长作为一个关键性的要素，来衡量经营者是否成功地使公司的真实价值得到了增长。对于巴菲特来说，在评价经营者的能力时，股票价格的短期变动是说明不了问题的。在理论上，经营者们对每日的市场偏离几乎是无能为力的。

冲击型的投资者们可以突然地热衷于某种股票并让它的股价翻一番，这是在 1998 年和 1999 年里常见的事情，他们根本不顾及已披露的财务报告所显示的结果。反过来，同样的这些投资者们可以突然抛售股份，使股价在数小时内就下降 30%，尽管公司已达到了创记录的盈利水平。无论哪一种情况，经营者都不必负责任——他们既不应该为股价攀升而沾沾自喜，也不应该去尝试对下跌做出任何反应。

如果股东们能够理性地操作，并且能克服恐慌抛售和冲动购买，那么股价的变动将会与账面价值以及真实价值的变动大体一致。从历史上看，伯克夏·哈撒韦的股票价格比 99%的美国上市公司更接近于公司的真实价值。巴菲特拒绝拆分股份，并且发布年度报告为投资者们提供足够的信息来评估公司，由此把针对其股票的投机行为降到了最低点。此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外，他对华尔街的季度盈利游戏感到厌恶，并且拒绝评论暂时性收益或者对分析师们提出任何建议。如果我们那样做，我们就骑上了旋转木马，来迎合短期投资者们。是股东选择了我们，我们绝不会劝任何人去买卖伯克夏股票。

巴菲特相信，公司每股账面价值的增长是衡量其表现的恰当手段。当评价他作为首席执行官在年度间的表现时，巴菲特把伯克夏·哈撒韦账面价值的增长同标准－普尔500股票指数的增长做了比较（表10.1）。如果伯克夏的账面价值增长超过了股标指数，那么巴菲特在为股东们创造价值方面就比股指做得更好。并且由于账面价值是实实在在的，不像股票价格那样瞬息万变，它可以作为反映公司表现的一个更佳的晴雨表。由于一点小的原因，股票可以在一个月内下跌30%。一个公司的账面价值却不可能这样，除非管理层采取了激烈的措施来重组企业的运营或者招至了一个重大的财务损失。由于缺乏管理层的合作，分析师们不愿意费心对伯克夏的盈利做出预测，这就避免了冲击型的机构对其股票的频繁炒作。投机导致的上涨以及恐慌性的抛售，在伯克夏的股票上是很少见的，而这正是巴菲特所希望的。“我们不把伯克夏的股价推向最大化。作为另一种选择，我们希望它们的价格控制在以真实价值为基准的一个较小的范围之内，”他在1988年对股东们说道，“我和查理就像讨厌显著的低估价值一样憎恶被明显地高估了的价值。两种极端情况对于股东们来说都将不可避免地产生与伯克夏的运营截然不同的结果。”

图10.1中的散点图进一步证实了股票价格与账面价值的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10.1 1989~1999 财政年度选定的标准－普尔 500 公司每股账面价值的增长

	10年增长率	1998~1999	1997~1998	1996~1997	1995~1996	1994~1995	1993~1994	1992~1993	1991~1992	1990~1991	1989~1990
思科系统公司	**90.8%**	57.0%	60.0%	47.2%	71.5%	53.9%	71.4%	88.0%	82.9%	72.9%	543.0%
联合健康公司	**74.3%**	-7.5%	14.7%	13.7%	12.5%	159.9%	31.4%	87.0%	118.3%	77.8%	669.6%
清频电讯公司	**59.0%**	91.2%	166.7%	181.8%	24.9%	30.8%	176.3%	21.1%	613.5%	15.6%	-84.1%
索特龙公司	**47.5%**	105.0%	25.1%	20.3%	22.9%	35.05%	24.7%	103.2%	69.5%	25.7%	75.9%
卡宝龙系统公司	**45.5%**	-7.7%	-0.9%	28.5%	31.0%	38.5%	45.2%	40.9%	44.1%	96.8%	244.0%
微软公司	**43.7%**	69.7%	55.7%	28.8%	29.5%	27.4%	33.2%	42.7%	55.9%	43.9%	57.0%
BMC 软件公司	**41.6%**	53.3%	35.0%	42.0%	26.6%	24.7%	14.2%	55.0%	55.9%	39.7%	81.1%
康塞克公司	**39.3%**	-0.2%	20.1%	64.8%	96.8%	-38.5%	54.6%	41.3%	164.9%	35.7%	80.5%
康喀斯特公司	**38.6%**	186.6%	186.3%	75.2%	-155.8%	6.6%	-0.2%	339.9%	-986.8%	-178.6%	-112.9%
卡姆维斯科技公司	**36.5%**	-0.2%	21.1%	50.4%	10.6%	12.9%	134.1%	71.1%	25.3%	9.6%	124.3%
戴尔计算机公司	**36.0%**	81.8%	28.1%	21.2%	56.4%	45.7%	-9.4%	30.8%	98.4%	36.4%	5.2%
EMC	**32.1%**	38.0%	39.2%	38.5%	35.8%	63.3%	118.6%	28.0%	12.2%	8.2%	-15.5%
家庭仓储公司	**31.7%**	22.2%	17.3%	18.5%	37.7%	21.3%	20.6%	29.7%	107.6%	30.2%	31.2%
办公补给公司	**30.6%**	-2.2%	14.2%	14.2%	34.5%	21.9%	37.8%	19.9%	48.7%	9.2%	157.4%
甲骨文公司	**30.6%**	27.4%	25.4%	27.5%	48.3%	67.3%	39.3%	19.4%	23.0%	-14.4%	62.7%
阿姆根公司	**28.9%**	21.5%	6.2%	23.9%	30.7%	10.3%	27.5%	70.1%	28.2%	74.8%	13.2%
阿戴普科技	**28.2%**	-5.6%	28.6%	27.8%	34.3%	26.4%	28.2%	57.5%	16.5%	15.0%	68.3%
应用材料公司	**27.7%**	33.6%	5.9%	21.8%	32.2%	73.2%	54.2%	22.9%	25.7%	690.0%	15.0%
弗兰克林财产公司	**27.7%**	16.8%	23.2%	26.5%	21.6%	25.7%	30.0%	46.5%	28.6%	26.4%	33.3%
威盛公司	**26.4%**	-5.9%	6.3%	11.9%	-0.2%	288.5%	21.0%	8.0%	69.6%	-0.2%	0.4%
斯塔普公司	**25.8%**	40.5%	22.6%	21.6%	41.7%	14.8%	11.7%	31.0%	71.8%	830.0%	7.2%
英特尔公司	**25.7%**	8.5%	25.5%	41.2%	31.8%	25.1%	37.9%	20.1%	20.4%	30.2%	19.9%
伯克夏·哈撒韦公司	**29.0%**	**48.3%**	**34.1%**	**31.8%**	**43.1%**	**13.9%**	**14.3%**	**20.3%**	**39.6%**	**7.4%**	**44.4%**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相互关系，我比较了在20世纪90年代标准－普尔500股票指数增长最快的公司每股账面价值的增长速度和其股票价格的上涨速度。图中的趋势曲线显示了预期的研究结果。在趋势曲线的每一点上，账面价值与股价的上升速度一致。曲线以上的公司在90年代中股价的上涨速度超过了账面价值。在曲线以下的公司，股价的上涨速度则低于账面价值。图中的每一个点都代表了一个快速增长的标准－普尔500股票指数公司，在10年间，它们的账面价值每年的增长速度都超过了15%。

大体上，那些点都分布在趋势曲线的附近。这表明在两个变量之间存在着一个相当密切的相关关系。比如，对于账面价值增长速度达到20%的公司，它们的股价每年也至少以20%的速度上涨。少数几家公司，如戴尔计算机、EMC、微软以及索特龙公司（表中4个最高的点），其股价的上涨速度远远地超过了账面价值的增长速度。这意味着股东们正在为管理者提高公司真实价值的能力支付着一个风险溢价。趋势曲线以上的公司在90年代获得了一个不断上升的“价格—账面价值”比率，就是说，投资者们愿意为一美元的股本增值支付超过一美元的价格。他们这样做的原因在于，在90年代后期，公司的股票收益达到了自20年代后期以来的最高水平。增长的收入、低水平的成本构成、资产出售、重组以及股票回购都促进了股票收益的上升；结果，股东们情愿为一美元的股票收益支付比以前任何时候都高的价格。尽管伯克夏·哈撒韦股价的波动日趋接近公司的真实价值，然而它也曾经经历了很长一个阶段的低估与高估。当巴菲特接管公司的时候，每股的账面价值大约为19美元，超过了巴菲特估计的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值。今天，巴菲特确信伯克夏的价值远远地超过了每股37987美元的账面价值，这是源于它的强劲的核心保险业务以及它的坚实可靠的资产负债表。

如何提高账面价值

巴菲特的账面价值记录使他无可争议地跻身于20世纪顶尖首席执行官行列之中。自从他在1965年接管了伯克夏·哈撒韦以来，公司每股账面价值从19美元上涨到了37987美元，年度复合增长率达到24%。在同一时期，没有任何一家上市公司能取得这样一个增长记录。巴菲特是怎样做到这些的呢？他把增长中的大部分归功于伯克夏持有的股份的价值上升了，在资产负债表中显示了它们目前的市场价值。通过为伯克夏的资产组合仔细挑选处于增长中的公司并以真实的价格买入它们，巴菲特确保了公司真实价值及股价的迅速上涨。

如果巴菲特持有的可口可乐股票价值上涨了5亿美元，那么伯克夏的账面价值也同样上涨了5亿美元。可口可乐的每股收益只要达到2.50美元，就可以使价值增加5亿美元。价值下降5亿美元则会导致相反的效果。吉列普通股价值每增长一美元，就可以使伯克夏的账面价值增长9.6亿美元（伯克夏拥有9.6亿股）。自从80年代巴菲特购买了可口可乐股票以来，股票价值的增长已使得伯克夏的账面价值增长了103亿美元。或者每份A级股票增长了6800美元。巴菲特持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的华盛顿邮报股份已经使公司账面价值增长了超过 9 亿美元，或者每股价值增长了近 600 美元。GEICO 股票 20 年的上涨为伯克夏的账面价值增加了 24 亿美元，并且可能会更多，因为伯克夏在 1996 年收购了 GEICO。

由于很少有公司能像伯克夏·哈撒韦那样有足够的余地或者法定的能力在它们的资产负债表中填满普通股票，它们可以用老式的方法来增加账面价值。通过扩大利润，创造更高的资产收益以及小心地并购公司以增加公司价值。当账面价值由于这些原因得到增长时，真实价值也随之增长并导致股价上涨。当盈利增长没有导致账面价值增长时，一定是有什么地方出了问题，就像以下的例子将要显示的那样。类似地，管理者们可以采取某种措施增加账面价值。但同时并不增加盈利和真实价值。当比较一个公司的增长记录时，一定要记住下面的事实。

一个公司可以仅凭增发股份来提高账面价值。在过去的几年里，互联网公司为避免破产而增发了无数的新股，使它们声名狼藉。它们通过这种方式圈得的资金被用于支付账单和扩张市场。每一轮新的筹资都在其资产负债表中注入大量资金。从外表上看这些公司拥有了相当可观的净值。实际上，许多公司正在大量亏损，因为它们的商业模式无利可图。

通过购并其他公司可以创造出一个持续增长的账面价值。商业顾问彼得·杜拉克曾经说过“资产交易是浪漫的（及）性感的，它使你在交易之后感到怅然若失。”一次并购会迅速地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增加账面价值，但是也会妨碍公司的盈利计划并减损公司的真实价值，这种情况是完全可能发生的（事实上目前已经发生了）。通常，这是由于公司为其并购目标支付了过高的价格，交易上所花费的每一个美元并没有买到一美元的价值。不幸的是，这种安排不当的交易招致的后果在几年之内都不易显现，而一旦显现时，管理者们或许就不得不划减资产价值或者削价售出并购的股份。当执行并购的公司的股价相对于账面价值存在着一个很高的溢价时（目前这种情况很多），通过增发股份来支付并购就能够使账面价值获得可观的增长。即使从一开始就没有创造出任何真实价值，账面价值依然会增长。

只要把利润存在银行获利就可以增加账面价值。如果一个公司把每年利润存入利率为5%的存款账户中，那么它的账面价值每年都会持续增长，假定其他因素不变。然而，管理层会通过这种方式来增加账面价值吗？由于复利效应，利息收入每年都会确定地大幅增长，账面价值每年也会增长（以一个不断下降的速度），但是股票收益会逐渐下降，直至降到5%，并且真实价值的增长速度也很缓慢。

账面价值比盈利能更好地反映价值

巴菲特用账面价值作为衡量公司表现的标准，而不是用盈利和股票价格，这是为什么呢？巴菲特不依赖于股价的变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动，是因为它们是如此的变幻莫测。他告诫投资者们不要用股价的年度增长来衡量一个首席执行官的表现。在长期内，股价变动能够反映公司的表现。但是，在短期内，在两者之间或许不存在任何关系。

巴菲特致力于账面价值还因为盈利容易受到许多因素的影响；一个首席执行官可以运用几十种手段操纵盈利，在数年之内抬高公司的盈亏底线。以重组费用、资产出售、坏账注销、裁员或者“资产整理”费用的名义，美国的公司们可以无所顾忌地，并且是合法地编造它们的账目，使人们感觉它们正在成功地运作。而实际上，它们正在把大量利润扔进下水道。看一下那些电话巨头们的例子，如美国电报电话公司、南方贝尔、大西洋贝尔以及 SBC 通讯。账面上，他们在 90 年代时的盈利每年都在稳步地增长。那些把目光盯在盈亏底线上的投资者们，基于它们的表现而把股价抬得越来越高。

但是这些增长大部分都是虚假的，因为它们是由频繁的资产注销、重组费用以及裁员带来的。每一次美国电报电话公司或者南方贝尔作为削减成本的手段而注销资产，它们就按同样的数量削减了股东们的股份。在 80 年代和 90 年代，美国电报电话公司进行了如此多的资产注销，以至于它的全部会计费用超出了它所报告的盈利。换一句话说，管理层没有创造出任何真正的价值。

如果你碰巧成为这些公司的惟一的所有者，巴菲特指出，你不应该把利润自己保留起来，而应该把每年盈利作为再投资以维持业务的发展。“如果你在 10 年间 100%地拥有大量资本密集的资产，而把留存的利润全部挂在账目上，并且置于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严密的财务手段监管之下，那么你最终只能获得很小的价值或者是零价值。”他这样说到。贝尔们努力的结果可以在表10.2中看到，它记录了在13年中3家公司盈利和账面价值变动的轨迹。事情马上就清楚了，这些企业在为股东们增加真实价值方面做得很少。大西洋贝尔每股的账面价值在那段期间实际上下降了，尽管它的会计盈利以每年5.7%的速度在上涨。南方贝尔的账面价值每年仅增长2%；SBC通讯公司的账面价值每年增长1.7%。尽管如此，它们的股票却在迅速上涨。

表 10.2　真实价值被创造出来了吗？

	Bell Atlantic		BellSouth		SBC 电台	
	每股账面价值	每股盈利	每股账面价值	每股盈利	每股账面价值	每股盈利
1986	$10.45	$1.46	$5.90	$0.85	$6.52	$0.86
1987	$11.03	$1.56	$6.22	$0.87	$6.82	$0.87
1988	$11.64	$1.66	$6.38	$0.88	$7.08	$0.88
1989	$10.89	$1.67	$6.80	$0.87	$6.96	$0.91
1990	$11.36	$1.69	$6.63	$0.85	$7.15	$0.92
1991	$9.89	$1.71	$6.75	$0.78	$7.38	$0.96
1992	$9.00	$1.62	$6.99	$0.85	$7.76	$1.09
1993	$9.43	$1.70	$6.80	$0.90	$6.34	$1.20
1994	$6.97	$1.77	$7.24	$1.05	$6.86	$1.37
1995	$7.63	$1.94	$5.95	$1.12	$5.13	$1.55
1996	$8.48	$1.98	$6.68	$1.27	$5.70	$1.73
1997	$8.24	$2.48	$7.64	$1.41	$5.38	$1.84
1998	$8.39	$2.72	$8.26	$1.65	$6.52	$2.08
1999	$9.80	$3.00	$7.60	$2.00	$8.10	$2.15
增长率	**-0.5%**	**5.7%**	**2.0%**	**6.8%**	**1.7%**	**7.3%**

资料来源：ValueLine Investment Survey.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在巴菲特看来，理解账面价值的变化是评价一家公司是否真正值得拥有的关键。比如，那些电话公司的资产倾向于迅速贬值，这是使它们负担会计费用的原因之一。因此它们的账面价值无法提高。那些耗费了数十亿美元的设备很快就老化了，并且在技术上被淘汰。这些电话公司例来把它们每年净收入中的大部分用于更换交换机、网络以及其他的基础设备，而不是用于再投资以促进增长。新技术的出现取代了老的技术，并且在此过程中使得许多雇员没有了事干。有些时候，电话公司不得不划减设备及设施的价值并宣布裁员。它们以这种方式来承认它们用股东的资金购置的设备未能得到保值。毫不奇怪，巴菲特总是回避电话公司的股票。

不光彩的“会计费用”

巴菲特对会计费用感到高度的怀疑，因为它们顷刻间就把许多问题解决了，并且可能会在许多年内掩盖了管理不当的迹象。在他向股东们发布的1998年年度报告中，巴菲特把那些日益增加的使用会计费用和实施资产注销行为称之为“不光彩”，并且指责了那些利用会计规则来粉饰公司的表现并抬高股价的首席执行官们。

数量可观且日益增加的高级管理者们……得出了这样一种结论，操纵盈利以迎合他们所认定的华尔街的某些愿望是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无可非议的。实际上，许多首席执行官们认为，这种操纵不仅是无可非议的，而且实际上是他们的某种责任。这些管理者们非常普遍地从这样的假定出发，即他们的一切工作就是把股价推向可能达到的最高点（我们坚决不敢苟同这样的假设）。为了推动股价，他们实施了令人尊重的精彩的运作。可是，一旦运作无法产生希望的结果，这些首席执行官们就会求助于某些不大令人尊重的会计手段。要么创造出所希望的“盈利”，要么就为将来的盈利搭建舞台。

作为一个例子，我们假定波音为其在今后几个季度内降低成本的计划支付了10亿美元的季度费用。在随后的几个季度内，波音就拥有了一个已经消耗完了的“储备”，因为它确实发生了10亿美元的成本。这种机制使得波音的某些日常成本在损益表中不再体现，由此提高了它的单位利润。

正如巴菲特在其年度报告中提到的，这就像一个高尔夫球手打出了90杆的成绩，但是却把成绩人为地记录为140杆。因此建立了一个“坏杆储备”，这样就可以把以后几轮的50杆去掉。尽管这个高尔夫球手的真实成绩可能是90杆、115杆、72杆、80杆、77杆和106杆，这表明他是一个不稳定的低水平选手。可以肯定，他会用他的储备来记录每轮的成绩，比如140杆、80杆、80杆、80杆、80杆和80杆。赛场裁判会忽略挥140杆的成绩，因为不可能打出这样的成绩。并且会为选手的低杆数和稳定性而发一个奖杯。

一个发生了招致“重大损失”的会计费用的公司会产生一个相同的效果。在上面的例子中，波音可以采取把所有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本打入当年的方法，在随后的年份中把税后利润提高 10 亿美元。华尔街会赞扬波音降低了成本，而忽略其正在遭到破坏的账面价值。并且会对波音在将来的表现奖励一个高于其真实价值的股价。当然，此后的盈利记录没有一个是真实的——对于波音来说，一个“重大损失”的季度不会像看起来那样悲惨，并且在随后的各个时期通过要一些会计花样会变得异常“滋润”。毫不迟疑地，坏杆会从记分牌上划掉。

数十家公司，如摩托罗拉、波音、耐克以及几家大银行，通过在以前季度中支付的数十亿美元的费用，大大提高了它们在 1999 年的盈利。标准－普尔 500 指数的公司们支付了相当于 1998 年报告盈利 20%～25%的“不再发生的”费用。这是自 1991～1992 年度以来，会计操纵所达到的最高水平。当时许多大公司为了降低未来发生的养老金成本而被迫支付了巨额费用。因此，对于这些公司在其盈亏底线上报告的每股盈利中的每一美元，其中有超过 25 美分或许是被“编造”出来了。与此相对应，P/E 比率在 90 年代的大部分时间里低于 10%。

摩托罗拉在 1998 年支付了将近 20 亿美元的费用，抹去了其在数十年间为股东们创造的账面价值的 13%。华尔街奖励了它的行为。在此后的 15 个月中推动其股票上涨了 200%。“不幸的是，在现实中利用这些变数来得分的首席执行官们会对他们正在玩的游戏变得上瘾——无论如何，相对于花上几个小时练习开球来说，修改计分牌显得要容易些——并且决不会毅然地放弃。”巴菲特说道。

尽管如此，坏杆还是非常可能不断出现的。当一个公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生了重组费用时，管理层几乎都会承认这是对公司资产处置不当或者造成了一个臃肿的成本结构。无论哪一种结果都不应受到奖励。毋庸赘言，投资者们应当非常仔细地审视会计费用。由于几乎所有主要的实业公司每年都至少发生一次费用，精确地判断它们的盈亏底线几乎是不可能的。超过40%的季度盈利报告受到了操纵，因此不必相信表面的价值，因为存在着先前的费用、兼并（另一个令人怀疑的会计费用的主要来源，巴菲特说过）以及资产出售。

在过去的几年里，投资者们对会计费用的容忍表明了我们很需要某些紧急的补救措施。市场战略师们坚定地维护今天的股票价格。他们基于这样一种假设，公司盈利可以继续地强劲增长。然而，如果盈利从一开始就是虚假的，那么它们最终必然会探及盈亏底线之下，并导致股价下挫。“伯克夏·哈撒韦丝毫没有染指那些行为，”巴菲特说，“如果我们使你失望了的话，我们希望那是出自我们的盈利，而不是因为我们的会计制度”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11 CHAPTER

理解股本收益率

对于投资者和美国的公司们来说，90年代的确是一个不平凡的时期。不仅股票投资者们获得了每年平均20%的收益，而且公司的内在表现也达到了20世纪的最佳水平。当然，这种结果是密切相关的。如果公司没有获得这样高的盈利和效率，投资者们就绝不会如此情愿地为它们的盈利支付很高的溢价。同样，股市也不会抑制自己的上涨。

实际上，20世纪中的一些股市低迷时期，一般都处于公司盈利增长放慢和股票收益下降阶段。股票的低收益一般会导致股票的低价值，反之亦然。在这个10年结束的时候，很明显，美国公司的价值超过了历史最好水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平，这正是由于它们为投资者的资本创造出了远远超过20世纪普遍水平的收益。

90年代那些最大的公司所创造出的高水平的股本收益率（ROE），是股市表现强劲的一个主要因素。这些收益可能来自于这样一些巨大的成就：持续增加的盈利、更高的内部生产率、管理成本的降低以及强劲走高的销售收入等等。公司取得这些成就的手段——重组、裁员、股份回购以及管理层成功地运作资产——使得股本收益取得了历史上最惊人的增长。

标准－普尔500指数代表的公司的股票收益，在20世纪的大部分时间里，平均水平达到10%～15%之间。然而到90年代却发生了急剧增长。到90年代末，公司的股东收益超过了20%。考虑到这是500家公司的平均水平，20%的水平确实是一个惊人的速度。许多技术公司在90年代的股本收益都持续地超过了30%。许多生产消费品的公司如可口可乐、菲利浦·莫里斯，以及某些制药公司，如华纳－兰伯特（Warner－Lambert）、艾博特实验室还有默克公司，它们的股本收益都超过了30%。由于公司为股东持有的股票（或者账面价值）创造了如此高的收益，投资者们愿意为其股票支付一个相对于账面价值来说很高的溢价。在20世纪的大部分时间里，股票价格一般为股本价值的1～2倍，而这些公司的平均股票价格到1999年后期却超过了股本价值的6倍。

但是，仅在1999年之前，巴菲特就开始质疑公司能否以超过20%的速度持续地提高股本收益。如果它们不能做到，他说，股价就不应该达到6倍于股东价值的水平。历史证实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了巴菲特的判断。在 90 年代，美国公司不再慷慨地分派红利，而越来越多地保留了当年的盈利。此外，美国经济似乎只能维持一个 3%～4%的年增长率，在这些条件下，公司无限期地保持一个 20%的股本收益增长速度几乎是不可能的。必须达到一个超过 20%的年盈利增长速度，才能使股本收益以 20%的速度增长——这是不可能的，除非经济增长速度每年远远超过 10%。

股本收益率在对公司进行分析时发挥着一个重要作用，它把股票价格和股票价值水平置于一个恰当的关系之中。许多投资者都把注意力集中在公司过去的及预测的盈利增长上。即使顶尖的分析师们一般也非常关注盈亏底线的增长，把它们作为衡量成功的标准。然而，一个公司使所有者的资本获得高收益的能力，对于长期增长同样是至关重要的。在某些方面，股本收益或许是衡量公司表现的一个更加重要的尺度，因为公司可以借助众多的手段来改变它们的会计利润。巴菲特早在 20 年前就表达了这样的见解。

对经营表现的最基本的检验就是使股本获得高水平的利润率（在没有不正当的举债经营以及会计花招等情况之下），而不是每股利润的持续增长。按着我们的观点，如果管理层和金融分析师们改变他们置于每股利润及其每年数额变动上的侧重点，那么股东们以及所有的公众就会更好地理解他们的运作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计算股本收益率

股本收益率就是每年的利润同产生这些利润所需的平均股本价值的比率。

$$ROE=\frac{\text{净收益}}{(\text{期初资本}+\text{期末资本})/2}$$

如果一个公司年盈利为 1000 万美元，年初股本价值为 2000 万美元，年末为 3000 万美元。那么它的股本收益率大约为 40%。

$$ROE=\frac{\$1000\text{万}}{(\$2000\text{万}+30000\text{万})/2}$$

在这个例子中，经营者们为股东提供给他们的、用于创造利润的资本创造了 40% 的收益。股本价值——资产减去负债——表现了作为公司净资产的投资者利益。它是提供给公司的资本与用那些资本到目前为止所创造出的公司盈利的总和，再减去一些特别的项目。当一家公司取得了高水平的股本收益率时，表明它在运用股东们提供的资产时富有效率。因此，公司就会以很快的速度提高股本价值，由此也使股价获得一个同样快速的增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特确信，公司能够创造并维持高水平的股本收益率是可欲而不可求的，因为这样的事情实在是太少了。当股价达到了相对于其盈利增长以及股本收益率具有吸引力的水平时，才应当购买它们。因为当公司的规模扩大时，维持高水平的股东收益率是极其困难的事情。事实上，许多最大的、最有希望的美国公司——其中包括通用电气、微软、沃尔玛以及思科系统——由于规模扩大，几年来股东收益率一直在稳定下降。这些公司发现当股本价值仅为10亿美元时，赚取足够的利润使股本收益率记录达到30%是很容易的事情。现在，比如说，当股本达到100亿或者200亿美元时，公司要维持一个30%的股本收益率是极其困难的。一般来说，如果一家公司要维持一个稳定的股本收益率，它就必须使盈利增长率超过股本收益率。就是说，要维持25%的股本收益率，就必须使盈利增长率超过25%。这对于不分派红利的公司也是一样（分派红利降低了的股本价值。使提高股本收益率变得更容易）。如果管理层希望把股本收益率保持在25%的水平，就必须找到某种方法为所获得的每一美元的净收入创造出超过一美元的股本价值。表11.1显示了微软必须实现35.4%的平均年利润增长速度，才能使其每年股本收益率维持在30%的水平上（这是微软在90年代的平均股本收益率）。初始的股本价值为80亿美元，到2010年微软的股本价值必须达到2230亿美元才能保证这样一个增长速度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11.1 微软公司 ROE 的预测

	期初股本	净收益	期末股本	ROE	净增长
2000	$ 8,000	$ 2,825	$ 10,825	30.0%	
2001	$ 10,825	$ 3,825	$ 14,650	30.0%	35.4%
2002	$ 14,650	$ 5,179	$ 19,829	30.0%	35.4%
2003	$ 19,829	$ 7,012	$ 26,841	30.0%	35.4%
2004	$ 26,841	$ 9,491	$ 36,332	30.0%	35.4%
2005	$ 36,332	$ 12,847	$ 49,179	30.0%	35.4%
2006	$ 49,179	$ 17,390	$ 66,569	30.0%	35.4%
2007	$ 66,569	$ 23,540	$ 90,109	30.0%	35.4%
2008	$ 90,109	$ 31,865	$ 121,974	30.0%	35.4%
2009	$ 121,974	$ 43,130	$ 165,104	30.0%	35.4%
2010	$ 165,104	$ 58,380	$ 223,484	30.0%	35.4%

巴菲特注意到，理解股本收益的关键是确定管理层最大效率地利用了剩余资源。任何公司都可以简单地把它的收入存入银行获利，而持续获得每年不断增长的盈利。如果微软停止运营而把年净收入转存于银行获得 5% 的利息，盈利将会持续增长，但是，股本收益率将会下降；正如表 11.2 所显示的。

表 11.2 对微软公司 ROE 的降低预测

	期初股本	净收益	期末股本	ROE	净增长
2000	$ 8,000	$ 2,825	$ 10,825	30.0%	
2001	$ 10,825	$ 2,966	$ 13,791	24.1%	5.0%
2002	$ 13,791	$ 3,115	$ 16,906	20.3%	5.0%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	期初股本	净收益	期末股本	ROE	净增长
2003	$ 16,906	$ 3,270	$ 20,176	17.6%	5.0%
2004	$ 20,176	$ 3,434	$ 23,610	15.7%	5.0%
2005	$ 23,610	$ 3,605	$ 27,215	14.2%	5.0%
2006	$ 27,215	$ 3,786	$ 31,001	13.0%	5.0%
2007	$ 31,001	$ 3,975	$ 34,976	12.0%	5.0%
2008	$ 34,976	$ 4,174	$ 39,150	11.3%	5.0%
2009	$ 39,150	$ 4,383	$ 43,533	10.6%	5.0%
2010	$ 43,533	$ 4,602	$ 48,134	10.0%	5.0%

什么也不用干，微软的管理者就可以为投资者们取得5%的盈利增长率，并且可以夸耀每年的“盈利记录”。但是，管理者们却没有尽到有效利用公司资源的义务。到 2010 年，微软的股本盈利率将会降到 10%。在以后的 70 年里股本收益率将持续地下降，直到 5%，与盈利率的增长保持了同样的水平。实际上，如果净收入的增长速度赶不上股本的增长，管理者们就没能最有效地利用所获得的剩余资源。

许多公司把“盈利记录”定义为每股盈利达到了新高。由于公司会逐年增加它们的股份，对于某些营业表现，如把股本增长 10%和每股盈利增长 5%放在一起，我们从中发现不了能引起任何特殊兴趣的东西。毕竟，即便是一个永久性的储蓄存款也会获得一个逐年稳定上涨的利息收益。

巴菲特说，把注意力集中在具有高水平股本收益率的公司上面，是取得成功的一个要诀。就像上面所显示的那样，高水平的股本收益率必然导致一个强劲的盈利增长，一个股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本价值的稳定增长，一个公司真实价值的稳定增长以及一个股票价格的稳定增长。如果微软维持一个30%的股本收益率并且不分派红利，它的净收入及股本价值将会以每年35.4%的速度增长。我们也可以预期股价长期内也会以每年35.4%的速度上涨。如果股价按着同股本价值一致的速度增长。那么股票将会保持一个不变的“价格—账面价值”比率。

表11.3列举了在90年代有最佳表现的23家技术公司的年度股本收益率。这些公司都拥有稳定的高水平股本收益率。毫不奇怪，它们的股价上涨速度远远地超过了市场平均水平。如果它们能继续保持目前的股本收益率，它们的股票市值将很有可能性在今后几年超过整个股市的价值。通过微软的例子，你可以尝试推测23家公司在今后10年中各自的始期股本值、终期股本值及净收入的增长。并且估计它们的股价可能以怎样的速度上涨。其中几家公司已经展现了稳定的高水平股本收益率，包括第一数据、微系统以及微软公司。投资者可以更有信心地来预测它们在未来的股本收益率。

当你估价两个几乎完全相同的公司时，其中具有更高的股本收益率的公司在很长一段时间内几乎注定要为你提供一个更高的收益。当你评价股本收益率时，还存在着其他5个值得考虑的因素。

用少量负债或零负债取得高水平的股本收益率强于高负债下获得的近似的股本收益率。资产负债表中增加的债务越多，公司的股本价值就越低，如果其他因素不变的话。因为计算股本价值时，债务是资产中的扣除项。合理举债的公司能够大大改善股本收益率的数值。因为与净收入相对应的是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个相对较小的股本价值基数。但是过高的负债是不可取的，特别是对于那些具有显著周期性盈利变动的公司。在表 11.3 中列举的大多数技术公司都通过较少的或者短期的负债而取得了较高的股本收益率。它们的资产负债表惊人的简洁——它们没有硬件资产。它们仅有的负债一般是需要支付的短期账单。

高水平的股本收益率因行业而异。医药和消费品公司的负债水平一般高于平均水平。并且有较高的股本收益率。它们能够承受较高的债务水平，因为与那些周期性的制造商相比，它们的销售收入更加稳定，更具有可预见性。因此，它们可以放心地运用债务扩大经营，而不用担心经济减退时期支付利息的能力。对于一些公司，如菲利浦·莫里斯、百事可乐或者可口可乐，我们可以把它们高水平的股本收益率归功于这样一个事实，它们的典型的负债水平相当于股本价值的 50%或者更高。

股票回购可以导致高水平的股本收益率。通过股票回购以及向雇员赠予股份和期权，公司可以在很大程度上控制股本收益率。在 20 世纪 90 年代中，数十家顶级公司开始回购股票，目的是提高每股盈利和股本收益率。Schering－Plough，一家制药公司，在 90 年代后期，取得了一个不寻常的高水平股本收益率，超过了 50%，因为它的回购数量超过 1.5 亿股。如果 Shering－Plough 没有回购股票，它的股本收益率就会保持在 20%～30%之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股本收益率受商业周期的影响，并且随着年度盈利增长率而上下波动。如果你见到了周期性的公司取得了高水平的股本收益率，如J·C·盘尼百货公司或摩戴制造公司，你要当心。这种水平恐怕不会持久，并且可能是经济走强时的副产品。不要以经济高峰时期取得的股本收益率水平为基础，对未来的股本收益率做出错误的预测。

小心人为抬高的股本收益率。通过重组费用、资产出售或者一次性所得，公司可以在很大程度上人为地控制股本收益率。任何减少公司资产的行为，如重组支出或者部分出售，也会降低股本的美元价值。但是却可以人为地提高股本收益率。那些不依靠一次性的会计手段取得高水平股本收益率的公司才能真正地使股东受益。

用股本收益率来预测未来业绩

在公司的股本收益率走势和未来盈利走势之间存在着某种相关关系，这是巴菲特在许多场合表达过的观点。如果年度股本收益率上升，盈利率也应该同样上升。如果股本收益率的走势稳定，那么盈利率走势就很可能会同样稳定，并且具有更高的可预见性。将注意力集中于股本收益率，投资者可以更有信心地预测未来盈利。如果你能估计公司未来的股本收益率，那么你就可以估计股本价值在年度间的增长。并且，如果你能估计股本价值的增长，你就能合理地预测取得每一年年终股本价值所需的盈利水平。运用微软的例子，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们能够预测到2010年的年度股本收益率，这可以使我们估计出微软的年终股本价值，还可以使我们计算出取得这些数字所需的净收入。通过一些简单的运算，我们可以看到，微软的盈利将以每年35.4%的速度增长。

当然，这些推测依赖的是微软能否持续取得30%的年度股本收益率。如果公司的股本收益率没有达到要求，你就无法期望35.4%的盈利增长速度。没有任何一家像微软这样规模的公司能够继续持久地以30%的速度增长。当你估价目前尚未站稳脚跟的技术公司时，你一定要考虑到这种因素。表11.3列举了在90年代具有持续高水平股本收益率的公司。然而，绝大多数技术公司并没有表现出那样的稳定性。即使表中的一些公司，包括甲骨文、西芒泰克软件公司以及奥特拉公司，都曾在行业暂时不景气时经历了一年左右时间的股本收益率的陡然下降。

沃伦·巴菲特的资产组合中包含了消费品及消费者周期性股票，这显示了他对持续的、高水平的股本收益率的偏好。例如，可口可乐和吉列都取得了介于30%～50%之间的稳定的年度股本收益率。这对于已存在了数十年的公司来说，是一个惊人的记录。

几乎所有巴菲特在其中拥有巨大利益的上市公司都取得了平均水平为15%或者更高的年度股本收益率。通过它们较高的内部收益以及低于平均水平的资本需求，这些公司年复一年地创造出了高水平的股本收益率，并且取得了10%～20%的盈利增长速度。表11.4显示了巴菲特持股最高的几家公司在90年代的表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11.3 股票年收益——技术股

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999(est.)	ROE 平均	ROE 可预测性
半导体产业													
奥特拉公司	23.1%	21.9%	21.9%	12.1%	17.4%	9.2%	34.0%	29.5%	28.2%	17.5%	17.0%	21.1%	
达拉斯半导体公司	13.4%	14.2%	13.0%	13.7%	15.5%	15.3%	15.6%	14.1%	18.4%	13.4%	14.5%	14.6%	高
英特尔公司	17.4%	18.1%	18.0%	19.8%	30.4%	27.7%	28.8%	30.6%	36.0%	26.4%	25.0%	25.3%	
线性技术公司	15.3%	16.4%	18.9%	20.3%	22.4%	25.4%	27.5%	30.4%	22.8%	23.9%	21.4%	22.2%	高
马克西姆联合制品公司	19.2%	20.1%	19.8%	18.9%	17.8%	18.5%	21.8%	37.9%	29.4%	28.2%	22.3%	23.1%	
西林克斯	26.8%	19.1%	19.6%	22.1%	23.9%	24.9%	32.8%	23.2%	23.0%	15.0%	20.0%	22.8%	高
硬件业													
美国能源转换公司	39.9%	36.6%	35.7%	36.6%	36.8%	33.6%	24.0%	23.6%	23.3%	22.8%	23.0%	30.5%	
思科系统公司	56.0%	20.1%	33.9%	34.4%	36.2%	37.1%	34.8%	32.4%	33.0%	26.4%	22.0%	33.3%	
戴尔计算机公司	6.4%	24.3%	18.6%	27.5%	NMF	22.9%	28.0%	48.9%	73.0%	62.9%	56.5%	36.9%	
EMC Corp.	NMF	8.2%	10.4%	18.2%	30.3%	34.4%	32.0%	23.6%	22.7%	23.9%	23.0%	22.7%	
微系统公司	11.8%	16.3%	17.1%	17.1%	19.2%	21.8%	21.7%	21.4%	22.8%	21.9%	22.9%	19.5%	高
太阳微系统公司	9.2%	12.0%	15.7%	11.7%	10.2%	12.0%	16.8%	23.2%	26.8%	25.8%	24.0%	17.0%	
软件业													
Adobe Systems	57.3%	37.2%	28.2%	21.1%	19.5%	18.5%	19.4%	21.7%	26.1%	23.2%	37.0%	28.1%	
奥特德克公司	29.1%	26.0%	21.6%	18.5%	20.9%	22.6%	25.6%	18.4%	23.9%	22.3%	7.5%	21.5%	
BMC软件公司	35.3%	31.2%	32.5%	29.3%	33.9%	33.7%	33.5%	31.3%	30.6%	29.4%	27.5%	31.7%	高
BARRA		20.7%	17.9%	18.9%	14.8%	14.7%	22.0%	30.3%	25.2%	19.2%	22.0%	20.6%	高
计算机协会	15.9%	14.6%	16.5%	23.3%	32.3%	37.1%	50.7%	64.1%	48.0%	47.7%	34.0%	34.9%	
第一数据公司			20.8%	17.8%	18.1%	20.5%	14.5%	17.2%	18.9%	18.6%	20.0%	18.5%	高
微软公司	30.3%	30.4%	34.3%	32.3%	29.4%	27.2%	27.2%	31.5%	32.0%	28.8%	26.8%	30.0%	高
甲骨文公司	35.5%	30.3%	NMF	14.1%	29.6%	38.3%	36.4%	34.0%	35.7%	32.3%	34.9%	32.1%	
参数科技公司	29.6%	19.5%	24.6%	26.8%	29.2%	27.6%	26.6%	30.9%	34.0%	60.4%	34.4%	31.2%	
桑加德数据公司	14.7%	14.6%	13.2%	13.6%	11.3%	12.0%	12.2%	14.7%	15.5%	16.9%	17.0%	14.2%	高
西芒泰克软件公司	31.3%	33.3%	24.7%	NMF	13.4%	25.6%	NMF	19.8%	26.8%	24.7%	25.0%	25.0%	

Source: ValueLine Investment Survey.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11.4 股票年收益——巴菲特最多的一些持股

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999*	平均
可口可乐公司	34.2%	35.9%	36.6%	48.4%	47.7%	48.8%	55.4%	56.7%	56.5%	42.0%	39.0%	**45.6%**
美国运通	20.3%	15.3%	14.3%	8.7%	13.4%	21.5%	19.0%	22.3%	20.8%	22.7%	21.5%	**18.2%**
吉列公司	42.5%	42.5%	36.9%	34.3%	40.0%	34.6%	32.8%	27.4%	29.5%	31.4%	30.5%	**34.8%**
弗雷蒂·马克公司	22.8%	19.4%	21.6%	17.4%	17.7%	19.0%	18.6%	18.5%	18.5%	15.7%	16.5%	**18.7%**
威尔斯·法戈公司	18.5%	17.1%	15.4%	16.9%	18.3%	20.8%	18.0%	19.0%	19.2%	14.0%	16.0%	**17.6%**
沃尔特·迪斯尼公司	23.1%	23.6%	16.4%	17.4%	17.7%	20.2%	20.2%	9.5%	10.9%	9.6%	7.0%	**16.0%**
华盛顿邮报	21.0%	19.3%	12.8%	12.9%	12.9%	15.1%	16.1%	16.5%	19.8%	13.9%	13.5%	**15.8%**
通用动力公司	13.8%	NM	11.8%	7.2%	17.6%	16.9%	15.8%	15.8%	16.5%	16.4%	14.0%	**14.6%**

*Estimated at the time of this writing.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12

CHAPTER

巴菲特神奇的“15%法则”

沃伦·巴菲特认为如果一个公司的盈利持续增长，那么它的股票价格也会持续上涨。比方说，如果年收入增长 10%，股票市值也会有大致相同的增长。实际上，许多公司从长期来看，在盈利增长与股票价格上涨之间存在着一个近乎一一对应的关系。在长期内，如果公司盈利每年增长 12%，那么它们的股票价格就很可能按着一个接近 12% 的年增长率上行。巴菲特在 1996 年指出：“如果一个公司组合的总盈利在多年以内持续上涨，那么它们投资组合的市值也会同样持续上扬。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是恰好获得了12%还是高于或低于12%的收益取决于两个因素：公司维持持续增长的能力以及你愿意为这个持续增长而支付的价格。即使公众从总体上高估了公司的发展前景，你所预期的收益率也不大可能超出公司收入的增长率。看一下宝洁公司在70年代的境遇。在1972年晚些时候波峰到来之前，股票市值的增长超过了盈利增长的50倍，而盈利仅达到一个12%的年增长率。在接下来的数年中，宝洁的股票持续回落，尽管与此同时它的盈利增长了3倍。究其根本，宝洁的市盈率下降了。直到80年代初期，宝洁在华尔街的牌价相对其盈利率是如此之低，以至于它的潜在的收益率显示出令人难以置信的吸引力。尽管宝洁在七八十年代无论是熊市还是牛市都持续创造出骄人的盈利，但是其股票的收益率仍然主要取决于市盈率。

巴菲特在购买一家公司的股票之前，他要确保这种股票在长期内获得至少15%的年收益率。**15%是巴菲特要求的最低的收益率，它用来补偿通货膨胀和来自出售股票的不可避免的税收，以及在以后的年份中税收和通胀率上升的风险。**例如，如果你买的一支股票具有10%的年收益，通胀就可能让你损失掉2~4个百分点。你可能还要缴纳相当于你的收入31%或者更多的联邦税。而且，你还需要一个超出长期国债收益的份额，以补偿你持有股票而不是债券的额外风险。

毫无疑问，如果你以正确的价格来购买正确的股票，获得15%的年收益率是可能的。反过来，你购买了业绩很好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票却获得较差的收益也是可能的，因为你选择了错误的价位。同样，只要价格选择正确无论是绩优还是绩劣股都可以使你得到超常的收益。**大多数投资者没有意识到价格与收益是相关联的：价格越高，潜在的收益率就越低，反之亦然。**事情就这样简单。到1999年晚期，股价的迅速上扬使得许多大公司长期的潜在收益率大大降低了。

为了确定一支股票能否给他带来15%的收益率，巴菲特尽可能地来估计这支股票在10年后将在何处交易，并且在测算它的盈利增长率和平均市盈率的基础上，与今天的现价进行比较。如果将来的价格加上可预期的红利，不能实现15的年收益率，巴菲特就倾向于放弃它。

为了简单起见，设想你有机会以每股120美元的价格（大致是2000年4月的价格）购买惠普的股票。我们来进一步设想你想使你的资产在长期内获得不低于15%的收益率。那么，在10年后，惠普的股票大致要卖到每股494美元，才能使你达到这一目标。关键的步骤是如果你决定出每股120美元的价格，那么你就要确定惠普的股票能否给你带来15%的收益率。要进行这样的测算，你需要设定几个变量：

- **惠普股票的现行盈利水平**。到本书写作时，公司连续12个月的盈利水平为每股3.33美元。
- **惠普股票的盈利增长率**。你可以用过去的增长率（可以从年度报告中获得）来估计将来的增长率，或者运用分析师的一致性增长率估计，这些资料被公布在几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个金融网站上，包括雅虎（http：//finance.yahoo.com）。

- **惠普股票交易的平均市盈率**。不要假定线性市盈率会长期维持下去，这是很重要的。你必须通盘考虑在景气阶段和衰退期的较高的和较低的市盈率，以及处于牛市和熊市的不同的市盈率。因为你无法预测10年后的市场条件，因此你最好选择一个长期以来的平均市盈率。投资者们可以从《投资价值指南》的数据中获得平均市盈率资料。
- **公司的红利分派率**。在10年间红利将被加到你的总收益之中，所以你必须估计到一家公司如惠普公司在将来可能分配的红利。如果惠普有一个把25%的年收益作为红利的历史，那么你就可以预期在下一个10年将会有25%的年收益返还给你。

收益率计算实例

惠普：一旦你掌握了这些数据，你就可以计算出几乎任何股票的潜在收益率。第一个例子是惠普（表12.1），2000年4月份的成交价为120美元。收益率是每股3.33美元，分析家们正在预期收益水平将会有一个15.2%的年增长率。我们现在假定一个25%的红利分派率。如果惠普能够实现对收益增长的预期，到2009年收益率将会是每股13.71美元。用惠普的平均市盈率17.7乘以13.71美元就会得到一个可能的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票价格，即每股 242.63 美元。加上可能的红利 19.96 美元，你就可能获得 262.29 美元的总收益。

表 12.1 惠普公司

价格	$ 120	增长率	15.2%
每股盈利	$ 3.33	平均市盈率	17.7
市盈率	36	红利分派率	25%

年度	每股盈利
2000	$ 3.84
2001	$ 4.42
2002	$ 5.09
2003	$ 5.86
2004	$ 6.76
2005	$ 7.78
2006	$ 8.97
2007	$ 10.33
2008	$ 11.90
2009	$ 13.71
合计	**$ 81.98**

10 年后获得 15%盈利你应支付的价格		$ 485.47
2010 年的预期价格	$ 13.71 × 17.7 =	$ 242.63
加上预期红利		$ 19.66
总收益		$ 262.29
预期的 10 年盈利率		**8.2%**
获得 15%盈利你可以支付的最高价格		$ 64.83

给人的第一感觉是，你可能会为 10 年后得到 262.69 美元而感到欢欣鼓舞，但是，在年度分析基础上，这会意味着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的120美元投资仅会得到8.1%的收益率。既然你的目标是15%的年收益率，你就必须舍弃惠普的股票。只有当股票价格加上红利在10年后能够达到485.47美元，购买惠普股票才能使获得15%的收益率。当然，还有另一种途径能够使你获得15%的年度临界收益率——在购买前等待惠普股票价格下跌。如果你的计算结果显示到2009年的市值仅为263.12美元，那么只有当目前的市值为64.83美元时才能实现你所期望的收益率。按目前的市价这意味着一个近46%的跌幅。

英特尔：2000年春季，在半导体工业强劲增长的推动下，英特尔股票止跌回升，市值狂涨到盈利率的60倍。到本书写作时，英特尔市值达到了135美元，或者是达到了每股2.11美元盈利率的64倍。分析家们预测英特尔的盈利率将继续保持19.3%的年增长率。这会使你旋即产生疑问。目前股票的市盈率乘数3倍于英特尔预定的增长率。并且，现行的市盈率也3倍于英特尔历史上的平均市盈率。以现在的数据可以推算出英特尔股票的盈利率到2009年将达到每股12.32美元。用平均市盈率19乘以12.32就可以得到10年后的一个大致的推定价格。再加上3.79美元的红利，你的全部预期收入将会是238美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12.2 英特尔公司

价格	$ 135	增长率	19.3%
每股盈利	$ 2.11	平均市盈率	19
市盈率	$ 64	红利分派率	6%

年度	每股盈利
2000	$ 2.52
2001	$ 3.00
2002	$ 3.58
2003	$ 4.27
2004	$ 5.10
2005	$ 6.08
2006	$ 7.26
2007	$ 8.66
2008	$ 10.33
2009	$ 12.32
合计	**$ 63.12**

10 年后获得 15%盈利你应支付的价格		$ 546.15
2010 年的预期价格	$ 12.32 × 19 =	$ 234.12
加上预期红利		$ 3.79
总收益		$ 237.91
预期的 10 年盈利率		**5.8%**
获得 15%盈利你可以支付的最高价格		$ 58.81

在你投资 135 美元的基础上，假定在 2009 年的正常的市场条件下，英特尔将会为你提供一个仅为 5.8%的年度总收益，这远低于你所设定的 15%的目标收益率。很容易看出英特尔是一项潜力如此之差的投资：你付出的价格远远超出了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的盈利率和盈利增长率。为了使你的 135 美元得到 15% 的收益率，英特尔股票在 10 年后必须卖到 546 美元（不包括红利）。这样的价格只有当市场在整体上持续地高估英特尔股票才可能存在。作为另一种选择，你就得在购买之前耐心等待价格回落。假定英特尔在 2009 年的市价为 238 美元，那么今天的价位只能在 58.81 美元的水平才能使你获得 15% 的年收益率。换句话说，目前的市价必须下降 56% 才能使你实现收益的目标增长率。

可口可乐：究竟是什么原因使得可口可乐的股票在近 3 年的时间里震荡不已？一句话，自 1998 年的波峰以来，相对于预期盈利率股票价格在整体上被如此高估注定要导致一个不良收益。表 12.3 运用巴菲特的 15% 法则对可口可乐的收益率潜力进行了估算。在 1998 年的波峰时，可口可乐的市值达到了 89 美元。是每股 1.3 美元的盈利率的 68 倍。当时，分析家们相信可口可乐的盈利率将以每年 14.5% 的速度增长。根据《投资价值指南》的数字，可口可乐股票的历史平均市盈率为 22。在这个例子中，我们假定红利分派率为 40%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12.3 可口可乐公司

价格	$ 89	增长率	14.5%
每股盈利	$ 1.30	平均市盈率	22
市盈率	$ 68	红利分派率	40%

年度	每股盈利
2000	$ 1.49
2001	$ 1.70
2002	$ 1.95
2003	$ 2.23
2004	$ 2.56
2005	$ 2.93
2006	$ 3.35
2007	$ 3.84
2008	$ 4.40
2009	$ 5.03
合计	**$ 30.79**

10 年后获得 15%盈利你应支付的价格		$ 360.05
2010 年的预期价格	$ 5.03 × 22 =	$ 110.77
加上预期红利		$ 11.80
总收益		$ 122.57
预期的 10 年盈利率		**3.3%**
获得 15%盈利你可以支付的最高价格		$ 30.30

数据是具有相当的说服力的，但并不是针对 89 元价位的买方。10 年后股票市值必须达到 337 美元（未计算红利）才会产生一个 15%的年度总收益。然而，历史数据显示，到那时可口可乐的价位仅能达到 110.77 美元。加上 11.8 美元的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假定红利，可口可乐的全部收益奖金为 122.57 美元，这意味着一个 3.3%的年收益率。为了实现 15%的收益率，可口可乐目前的市值只能达到 30 美元，而不是 1998 年中期的 89 美元。难怪巴菲特不肯把赌注下在可口可乐股票上，尽管在 1999 年和 2000 年早期可口可乐股票一直在下跌。

艾博特实验室：在一定程度上，惠普、英特尔、可口可乐代表了 1999 年和 2000 年早期的市场估价，这一时期没有几家公司能够达到巴菲特 15%的临界收益率。当时市值最高的一些股票——如英特尔、戴尔计算机、全球交互公司、思科系统、甲骨文等——它们的风险—回报潜力是如此之低，以至于新来的投资者只能跟在别人的后面获利。简单地说，他们不得不依赖于一个被持续困扰着的市场以及高速周转着的资金，来维持他们所偏爱的股票的不断攀升的价格，以便从交易中获利。

但是，在一些大牌公司的股价一路上行的同时，另外一些公司的股价却回落了，这使得它们的股票在三四年间第一次显得具有吸引力。当艾博特实验室的股票在 2000 年早期回落到 29 美元时，它开始显示出引人注目的潜力。首先，市盈率下降到了大约 7%，低于艾博特的历史平均值，仅是其盈利增长率的 1.4 倍。自从 50 年代后期以来，在美国的所有大公司中，艾博特是具有最显著的持续增长记录的公司之一，它拥有一个年盈利率介于 12%～15%之间的近乎完美的记录。当时，分析家们预测艾博特今后将保持 12.3%的增长率。在艾博特的盈利中红利比较典型的占到了 40%或者以上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的比例。

表 12.4 **艾博特实验室**

价格	$ 29	增长率	12.3%
每股盈利	$ 1.67	平均市盈率	18.2
市盈率	17	红利分派率	40%

年度	每股盈利
2000	$ 1.88
2001	$ 2.11
2002	$ 2.37
2003	$ 2.66
2004	$ 2.98
2005	$ 3.35
2006	$ 3.76
2007	$ 4.22
2008	$ 4.74
2009	$ 5.33
合计	**$ 33.39**

10 年后获得 15% 盈利你应支付的价格		$ 117.32
2010 年的预期价格	$ 5.33 × 18.2 =	$ 96.96
加上预期红利		$ 13.36
总收益		$ 110.32
预期的 10 年盈利率		**14.3%**
获得 15% 盈利你可以支付的最高价格		$ 27.27

表 12.4 显示了收益率的前景。一个在 29 美元价位的买家在 10 年后必须能卖到 117 美元才能达到 15% 的收益率。模型估计了一个接近 110 美元的收益（价格加上红利）。由于艾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

博特现行市盈率接近于历史平均市盈率，它只需维持现行的盈利增长率就可以使总收益接近 15%。运用这个模型分析的结果，艾博特的收益仍略低于 15% 的临界值，但它已经足够接近于研究证实的结果。

通过运用巴菲特的简单计算，你将会理智地避开当今流行的大多数股票，直到它们的价格进一步回落。这也许并非一种巧合，在过去的 18 个月里，巴菲特并非一个热心的买家。正如早些时候所说的，他甚至不愿意把盈利再投入到可口可乐、吉列、沃尔特·迪斯尼等最近失宠的股票上去。他不仅不买更多的迪斯尼，而且，当它回落时，他还在 1999 年底出售了一部分或许是全部持有的股份。

这个例子强调了极为重要的一点：**你付出的价格决定了你潜在的收益率**。如果你在 80 美元而不是 120 美元的价位购买通用电气的股票，你会始终获得更高的收益率。1998 年中期，当可口可乐在波峰达到 89 美元时，其市值是年盈利率的 60 倍。当时，可口可乐被大多数经纪人和主要的基金家族追捧为不可失去的成长性公司。麻烦在于，没有人去费心把可口可乐股价同它将来的表现挂起钩来。尽管可口可乐的销售并未受挫，但是高居 89 美元价位的股票必然或者是注定要让新来的投资者面对一个不良的收益。

迪斯尼在 1999 年波峰时达到了 43 美元，运用上述的模型估算，在 10 年期内预期的收益率仅为每年 0.5%。在确定的预期盈利率下，只有当股票现在的市值为 11 美元时才能确保一个较大的可能来实现 15% 的收益率。如果你期望超过 15%，你就必须在低于 11 美元的价位买进。连锁药店沃尔格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林公司在1999年波峰时达到了45美元的价位，是其盈利率的48倍，给出了一个同样深不可测的收益。应用巴菲特的公式，只有当沃尔格林公司的市值低于12美元时，才存在着一个在长期内使收益率达到15%的较大的可能性。然而，在45美元的价位，却存在一个显著的可能，那就是沃尔格林公司在下个10年间使你几乎完全无利可图。吉列必须再降16美元，降到22美元，才能突破巴菲特的临界收益率。美国运通则必须折价一半。

在所有流行的大牌股票中最可预见的损价者就是查尔斯·施瓦布，它在波峰时达到52美元（3拆4之后），对于新的买家来说意味着一个几乎确定的不良收益。在给定的盈利增长率下，除非股价跌落近乎80%，即在分割后达到11美元的价位，投资者不可能指望在长期内实现15%的收益率。

这些结果确实让人难以接受，但是仍然得说出来。当你选择了一支在近年来已经上涨了数百点的股票时，它今后的潜在的收益率肯定会使你伤感的。尽管如此，许多投资者都认定昨日一定会重现。他们继续购买这类股票，如戴尔或者夸尔电讯，认为在未来5年内它们再涨50倍。没有什么比高估一家绩优公司的股票更能减损潜在收益率的了。正如彼德·林奇（Peter lynch）曾经说过的："真正的悲剧是这样的，你买了一家公司被高估了的股票，这家公司具有一个非常成功的业绩，而你却没有赚到任何钱。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13

CHAPTER

从增长之外看增长

沃伦·巴菲特大概是承认这个事实的第一个人，那就是，包括他本人在内没有任何人能够精确地计算出一个公司的价值。让50位不同的分析家来分析同一组数据，会得出对同一公司的50种不同估价，即便对于沃尔格林公司和默克这样的可预见性较高的公司也是如此。从理论上讲，他们各自的评估应该是相当接近的，但是却很少发生这种事。举个例子，如果对一家公司做一项比较周密的分析，大概需要涉及超过100项的输入值与变量，而且其中许多数值是基于分析家的“直觉”或者经验估计。改变一个或两个假设条件，比如增长率、市场份额或者利率，都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会导致截然不同的评价结果。

巴菲特意识到了价值评估中存在的内在缺陷，也意识到了作为替代的一种带有常识性的原则："当你感觉到了，你也就知道了它的价值。"在1996年年会上，他承认很少使用真正的价值评估工具来研究股市运作。他说："如果一家公司的价值不能向你淋漓尽致地展现，那么它就是过于讳莫如深了。"

实际上，大多数投资者在购买一项资产以前都会产生一种直觉上的价值判断。例如，一个房产买家或许无法精确地判断处在贝弗利山的一座4000平方尺的乔治时代寓所的价值，但是如果开价为75万美元，他会觉得便宜到家了。同样，如果美洲航空公司把纽约至巴黎的往返机票价格降到199美元，你会马上意识到其价值所在。类似的，耐克股票在每股50美元的价位时你可能无动于衷，但是当它变成25美元时，你会立即感觉到这是一桩好生意。

毋庸讳言，到1999年后期，巴菲特几乎没有发现什么能引起他注意的投资机会。在他的心目中，贝弗利山就像股票一样已经没有任何价格空间，只能获取低于平均标准的潜在收益率。

经常如此，一点小的常识能够让你确定一种股票是否具有显见的价值，或者一个极具诱惑的价格是否会使股票在未来失去魅力。在第11章和12章中，我们研究了两种价值分析手段。它们都涉及在合理估计增长的基础上推测未来的收益率。在本章你可以运用巴菲特式的快速分析法来解析与股票相关的市场假设条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

教科书告诉我们，一个公司的价值不能超过投资者从中获取的收益。换句话说，如果一个公司从现在到将来能够赚取 100 亿美元的利润，在对通货膨胀和风险进行调整之后，股东们应该愿意付出 100 亿美元的价格来拥有所有股份。因此，如果亚马逊的股票在市场上能够卖到 250 亿美元，就像 2000 年早期那样，投资者们就可以断定亚马逊将来收益的现值将会是 250 亿美元或者是更多。如果亚马逊的盈利趋势被证明远远超过 250 亿美元，亚马逊就是一支价值显见的股票。如果亚马逊永远也不可能赚到 250 亿美元，那么它的股票就是被高估了。

现在，需要考虑的问题是，250 亿美元是否是一个靠得住的数字，或者它是否夸大了公司的真实潜力。通过使用建立在互联网上的评估模块，如 www.quicken.com 网站发布的内在价值计算工具“股票估价器”，投资者可以迅速判断出市场对一支股票的当前估价是否准确。股票估价器给出的是基于设定增长率上的假定公司价值，用户在访问网址时就可以使用。它提供了一个非常有效的工具，帮助你计算出买进一家公司时可以支付的最高限额，只要你给定现行利率水平、公司过去与将来的增长率和你自己的收益率标准。

投资者可以从两个方面来使用像股票估价器这样的内在价值工具。首先，这些工具的真正价值在于可以给你提供一个可信的买入价格范围。如果数据显示一家公司的股票每股值 50 美元，而股票现行价格为 100 美元，那么你大概就要考虑放弃了。反过来，如果现价为 25 美元，那么就可以进行进一步的论证了。第二，你可以用股票估价器来对现行的市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估价进行实时考察，特别是对那些流行的技术股。估计一家公司在将来的增长率是很困难的，股票估价器则给你提供了一个间接的评价方法。你可以从股票的现价开始，进而确定支持这个价格的必要的长期增长率应该是多少。换句话说，与其追究一支股票是否值得付出某种价格，比如 100 美元，不如设法搞清究竟是什么样的增长率才能确保那家公司的股票值 100 美元。

欢迎来到雅虎美国和思科

2000 年 2 月，我观察了美国最大的 200 家公司，验证一下市场是否正确地估价了这些企业的未来发展前景。在 15% 的贴现率下，我通过股票估价器来确定什么样的未来增长率才能支持这些公司的股票价格。表 13.1 给出了结果。

表 13.1 支持股价所需的增长率，2000 年 2 月

	2000 年 2 月的股价	支持股价所需的增长率	年销售额(百万美元)	2020 年销售额(百万美元)	2020 年销售额占 GDP 的百分比
美国的 GDP		**3%**	**$ 8,900,000**	**$ 16,075,000**	
雅虎	360	63.0%	$ 589	$ 10,324,461	64%
思科系统公司	124	39.0%	$ 12,154	$ 8,810,798	55%
夸尔电讯	140	46.5%	$ 3,937	$ 8,164,280	51%
沃尔玛公司	55	20.0%	$ 137,634	$ 5,276,557	33%
摩托罗拉公司	155	29.0%	$ 30,931	$ 5,037,188	31%
JDS 单相公司	202	63.0%	$ 283	$ 4,960,649	31%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	2000 年 2 月的股价	支持股价所需的增长率	年销售额(百万美元)	2020 年销售额(百万美元)	2020 年销售额占 GDP 的百分比
亚马逊网站	75	48.5%	$ 1,639	$ 4,457,671	28%
通用电气	136	18.0%	$ 111,630	$ 3,057,884	19%
SUN 微系统公司	83	29.5%	$ 11,726	$ 2,063,219	13%
甲骨文公司	60	30.0%	$ 8,827	$ 1,677,568	10%
美国在线	56	34.0%	$ 4,777	$ 1,664,375	10%
沃尔特·迪斯尼公司	38	22.0%	$ 23,402	$ 1,248,675	8%
朗讯科技公司	56	18.5%	$ 38,303	$ 1,141,826	7%
微软公司	106	22.0%	$ 19,747	$ 1,053,653	7%
戴尔计算机公司	38	21.5%	$ 18,243	$ 896,648	6%
全球交互公司	50	45.5%	$ 424	$ 766,700	5%
英特尔公司	105	17.5%	$ 29,389	$ 739,507	5%
嘉信理财	38	19.0%	$ 3,945	$ 127,934	1%
Qlogic	190	39.0%	$ 117	$ 84,817	1%
伯利科公司	65	22.5%	$ 200	$ 11,581	0%
CMGI	120	20.5%	$ 176	$ 7,333	0%
惠普公司	128	14.5%	$ 42,370	$ 635,577	4%
宝洁公司	94	14.0%	$ 38,125	$ 523,971	3%
阿尔考公司	38	10.5%	$ 16,323	$ 120,239	1%
西尔斯·罗伊巴克百货公司	30	9.0%	$ 41,071	$ 230,179	1%
艾博特实验室	33	7.0%	$ 13,178	$ 50,995	0%
J·C·盘尼百货公司	18	6.0%	$ 30,678	$ 98,389	1%
玛特尔	11	5.0%	$ 4,782	$ 12,688	0%
菲利普·莫里斯公司	20	3.0%	$ 78,596	$ 141,953	1%

只有少数几家公司顺利地通过了测试，这意味着至少它们目前的股票价格是合理的。例如，被围攻的烟草制造商菲利普·莫里斯（Philip Morris）在未来仅需保持很低的3%的盈利增长率，来支持它们所剩无几的每股21美元的价格。顺便提一下，自从50年代后期以来菲利普·莫里斯一直保持了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

16%的收益增长率。因此，市场实际上是预测了菲利普·莫里斯的历史增长率将下降80%以上。在1998年后期，菲利普·莫里斯在波峰时曾达到了近57美元的价位。能把价格打压到21美元，要么市场是正确地估计了菲利普·莫里斯的未来，要么就是发生了恐慌性的抛售。

艾博特实验室，一家药物及医疗产品厂商，需要保持7%的年增长率以支持它在2000年2月31美元的股价。在1999年底，由于此前对其药品开发计划的担忧，艾博特股票暴跌了20多美元。与菲利普·莫里斯一样，艾博特在2000年前的35年间一直保持了16%的增长率，这是投资者们把股价拖至31美元价位时的估计值的两倍。零售商J·C·盘尼百货公司在新千年到来时，发现自己也面临着一个类似的价格打压。基于目前每股19美元的价格，公司只需6%的中等的年增长率就可支持其现行股票价格。自1960年以来，J·C·盘尼百货公司的收入保持了一个9%的综合增长率。

但是这些股票只是例外并不具有代表性。许多被华尔街青睐的股票其价格涨幅简直令人难以置信。最显著的高估股票就是雅虎。在2000年2月这个互联网门户的市值达到了360美元。那时，雅虎大概只有6亿美元的收入，而且公司开始对盈利作季度报告，但是市场却将其股票定价为900亿美元。几乎是市场对菲利普·莫里斯估价的两倍。假设贴现率为15%，那么，雅虎将来必须达到63%的盈利增长率才能使股票现值达到每股360美元。这个数字还意味着雅虎在将来必须维持其现行的股份数额。

为了看得更清楚，就假定雅虎的销售额能够以63%年增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长率扩展，这是一个合理的假设，因为从长期来看公司的盈利与销售额是吻合的。那么，到2020年，雅虎的销售额将超过10.3万亿美元。假定美国经济按着3%的速度增长，扣除通货膨胀，雅虎在2020年的销售收入将占到整个美国经济的64%。如果我的生物课还没有完全忘记的话，即便是草履虫也不可能按着这个持续速度繁殖。

听上去有些不可思议，不是吗？但是，当一个买家在每股360美元的价位买入时，他就是不知不觉地相信了雅虎某一天会得到10万亿美元的收入。任何低于10万亿美元的收入都注定要让投资者赔钱，如果他持股时间足够长的话。最后，如巴菲特指出的那样，股票的价值不会超过它为投资者创造的盈利。

伯克夏·哈撒韦公司副主席查理·芒格说过，愚蠢的最高境界是人们开始相信他们对几乎任何事情都能做出正确判断。"预言家和天才们的自我欣赏是正常的，如德摩斯梯尼（公元前384～前322年，古希腊政治家、雄辩家——编注）的预言，对于一般人来说，那就是可笑的盲目乐观了，"芒格在1998年对一群投资专家们这样说道，"举个例子，在瑞典进行的一项细致的调查显示，90%的汽车司机认为他们自己超过常人。那么成功地卖掉了某种东西的人，如投资顾问们，会使瑞典的司机们听上去就像一群抑郁症患者。事实上，对每一位投资专家的公开评价都在说他超过常人，而不论是否有相反的证据。"

按着股票估价器的显示，思科系统在被最疯狂估价的股票中位居第二。为了支持它的每股124美元的价格，思科的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利在今后必须达到每年39%的增长率。许多投资者一定会认为39%的增长率是可行的，尽管事实是在世界上还没有哪一个企业能做出这一壮举。数学计算也再次证明了思科不可能按着那样的速度增长。例如，如果思科的销售额以每年39%的速度增长，那么到2020年，它的销售收入将达到8.8万亿美元。这意味着20年后思科的产出将占到整个美国经济比重的55%。这样，思科与雅虎的销售额加在一起将超出美国经济产出的3万亿美元。想像一下由两家公司组成的经济吧！

表13.1再次证明了许多在1999年和2000年最流行的股票的价位是如此之高，以它们现有的基础是绝对不可能支持得了的。它也反映了投资者们是怎样在完全失去理性地哄炒这些股票，丝毫不考虑它们的价格与内在价值。毫无疑问，没有人能完全料到思科在2000年早期每股的价格。但是在巴菲特眼里，与这些公司联系在一起的价格是荒谬的，无论它们以什么样的速度继续发展。

股票估价器显示了投资者们认定通讯设备公司夸尔电讯的收入将以每年46.5%的速度增长，它在2000年早期的市值为140美元（经过4拆5的调整之后）。有趣的是，夸尔电讯在本章完成之前的一周下跌了30%，更有意思的是，这是在已经“下调了”的价格基础上，夸尔电讯可不是一单好生意。做一下同雅虎与思科一样的推算，我们可以看到140美元的价格意味着到2020年将有一个8.1万亿美元的销售额，整整占到美国经济的51%。

沃尔玛的价格意味着到2020年零售额将增长到占美国经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济的33%。摩托罗拉155美元的豪华价格签显示，到2020年将获得一个5万亿美元的营业额。通用电气将不得不在2020年实现3.1万亿美元的销售额以协调136美元的价格。美国在线最终占到美国经济的1/10，甲骨文也是如此。沃尔特·迪斯尼也不得不每年增长22%并最终占到整个经济的8%。亚马逊则需要4.5万亿美元的销售额来保证它在2000年早期的价格确有所值。

你瞧，被拉伸了的牛市欲使逻辑混乱。价格与价值变得毫不相干，投资者们在不知疲倦地追逐“冲力”，幻想着一切东西都势必会以不可思议的速率止跌回升。我们应该客观审慎地看待这些数字。如果股票估价器揭示的增长率是正确的话，那么美国经济某一天就会只由少数几家公司构成，思科、雅虎，还有夸尔电讯将消费掉我们整个经济产出的绝大部分(记住，它们很大一部分销售额来自海外)。再加上微软、甲骨文、摩托罗拉还有英特尔，这样所有其他的雇主们都没有存在的必要了。我们所有人只需服务于这7家技术公司之一就可以了。

如果你相信存在着这样一个玫瑰般的前景，你就应该在2000年早期买入这些股票。巴菲特没有这么做，他牢牢地控制着他的钱。关于这个问题，本杰明·格雷厄姆作了最好的阐释：

关于无限美好未来的想法是危险的，即使它可能是真的；因为如果它是真的，那样会使你很容易地过分估计你的安全感，因为那使你感到你的一切想法都将美梦成真。除此之外，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它也是尤其危险的，因为你对未来的想法最终往往是错误的。然后你就将为那个并不存在的未来而付出可怕的代价。那时你的处境就相当悲惨了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14

CHAPTER

高筑城池：对稳定的渴望

每次光顾当地的麦当劳餐馆时，我总是很注意浏览张贴在后墙上的员工定额表。表上统计了当天的订餐数量并对走进餐馆和在车道上订餐的顾客进行分类。

在一年多的时间里，我注意到那些数字相当稳定。除了节假日或某些周末每天都大致有相同数量的顾客在这些特许连锁店中就餐。就像预计的那样，每天顾客中的68%～70%在车道上订餐。你瞧，稳定是资本收益的源泉。

在人们正餐观念失去了往日魅力的1998

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年以前，科莱克·贝勒尔公司旧式乡村连锁店在餐馆发展的历史上留下了最辉煌的一页。在十多年间，收入与销售额每年以15%~20%的速度增长，其股票也随着收入的增加亦步亦趋地上涨。稳定在科莱克·贝勒尔公司的成功中发挥了关键性的作用。在一个普通的科莱克·贝勒尔公司店每天的餐桌周转率为8次，这意味着在每天24小时之内有8个不同的顾客在同一张座位上用餐（每个店通常有175~200个座位）。没有任何餐馆的餐桌周转得那样快。结果是，一家典型的科莱克·贝勒尔公司店的年销售额能够达到300~400万美元，这超过了麦当劳特许店的收入。作为个人投资，科莱克·贝勒尔公司连锁店无异于一座金矿。因为很明显每天8次的餐桌周转率是靠得住的，不管餐馆的位置在何处，新开业的科莱克·贝勒尔公司在每年会让你获得相当于投资额30%或更多的收益。就是说，每投资100万美元建一个新的科莱克·贝勒尔公司店，你就可以预期获得每年30万元的利润。

沃伦·巴菲特渴望稳定是因为稳定有助于股市投资组合的消除风险。研究表明，一个稳定的业绩水平记录倾向于获得一个稳定的股价上升。一个具有长期稳定业绩记录的公司较之一家增长轨迹中盈亏大起大落的公司更有可能实现股价的稳定。不稳定的业绩表现是所有投资者的克星。如果一家公司的收入增长在长期内剧烈波动，如通用动力，阿尔考公司，施兰姆伯格公司，或者西尔斯，就会产生一种过山车似的股价走势。在收入快速增长阶段，这些股票就会快速上涨。但是，或早或晚，这些公司将无法维持其增长时段，那时投资者们就会群起而逃之了。股价忽上忽下的结果就是，在一年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者两年的上涨之后将会陷入长期的低迷。

这种收入波动模式在长期内往往会使投资者最终一无所获。当西尔斯的股价在 1999 年末降至大约 30 美元时，基本上与它在 1972 年的价格持平。在 1999 年晚期，通用动力的股价同 1972 年一样为 15 美元。施兰姆伯格公司在 1999 年早期的下跌使其价格又回到了 1980 年的水平。这是因为这些公司从来就没能使其收入得到稳定增长，因而，它们的股价在 20 年或者更长的时期内大起大落。不得不说，它们在周期性地愚弄投资者，使其相信稳定可以轻而易举地得到。

巴菲特选择那些具有长期稳定记录的公司，这样他可以最大限度地消除投资的股价风险。他知道如果一家公司每一年都能保持 15%的收入增长，它的股价就不可能在年度内摇摆不定，而这对于其他大多数公司来说是家常便饭。偶尔，这些股票的市值会超出公司的真正价值，这种情况下，巴菲特很可能会继续持有。有时这些股票急剧下跌时，可能会入市购买更多的股份；总之，他会保持在这些股票上的投资，直到这些公司收入稳定增长的佳话明显破灭。

经典的案例是于 1919 年上市的可口可乐……我们经历了大萧条。我们经历了战争。糖价涨落不定。发生了太多的事情。对于我们来说，认真地考虑产品能否维持自身及公司经营的发展较之彷徨于入市与退市之间我们的收获不是大得多吗？

对于像巴菲特这样的伟大的投资者来说关键的问题是使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价波动最小化。这种波动导致许多投资者开始重新思索他们的战略。大多数人都倾向于把注意力集中在股价上，把它作为衡量公司成功的尺度，而不是把注意力放在公司的损益表和资产负债表上。对于这些投资者来说，上升的价格证明一个公司运作得很成功。一个下降的价格则会激起相反的反应。当价格回落或波动过于剧烈时人们倾向于赶紧抛掉。因此，选择波动性小的股票会使你避免那些不必要的交易。

获得稳定性的一个重要途径就是观察已被证实了的历史记录。通过观察公司净产值和为股东所创价值的长期而显著的记录，巴菲特尽量地避免了他的投资组合在价值上的波动。近些年来，巴菲特的股票几乎没有受到了来自股价异常波动的威胁，投资者们都认为巴菲特的股票价值达到了前所未有的水平。可口可乐在 1998 年波峰时股价超过了盈利率的 60 倍，而沃尔特·迪斯尼和吉列的股价在整个 1998 年和 1999 年都超过了盈利率的 40 倍。所有这 3 支股票，现在回过头来看，必然（或者说注定）要失去它们在先前的绝大部分收益，并在股市上将会有一个较差的表现，而巴菲特却极少因为一家公司的表现出乎他或者是市场的预料而错误地持有它的股份。

然而，一家公司的历史记录对于我们持股的帮助也就是这些了。消除股价风险和规避异常价格波动的第二条同样重要的途径是，去持有未来前景可以被量化而且在某种程度上可以被准确预测的公司的股票。因为股价往往反映了企业在将来的收益而不是过去的收益，对于投资者来说，把注意力首先放在公司能否把稳定带入下一个 10 年或更长的时期是很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要的事情。

可以理解，对于投资者来说探询未来可能会有一个不测的结局。极少有人能够预知未来。事实上大多数美国公司和产业在下一个10年或15年将会经历一个重大的改变。例如，投资者们不知道未来的经济会如何表现，利率是升还是降，美元是坚挺还是垮掉。更进一步，我们无法预知技术与生产率的变化速度将会如何改变我们的商业环境。今天兴旺的产业在5年内可能会萎缩。今天在华尔街最受青睐的技术股有一天可能会发现它们的技术优势已被新的未知的竞争者所取代。今天技术变革和生产率提高的速度已使得投资者对于这种变化的判断力望尘莫及。如果投资者们不能意识到这一令人警醒的现实，有一天就会发现自己已被导入错误的选择。

从整个社会的角度来看，我们认为（新技术）的效益是巨大的。然而我们自己的重点应该是努力发现在通常意义上可预知的机会并且掌握它们在未来10年、15年或20年间的走向。这意味着我们所寻找的机会总体上看在将来不会发生大的变化。我们把变化更多地看做是一种对投资的威胁而不是机遇。这与眼下大多数人对股票的看法正相反。除了极少数的例外，我们并不热衷于把变化当作一种赚大钱的手段。我们寻求不变来保护我们现存的赚大钱的手段，并运用它们在未来赚更多的钱。

年长的投资者们一定还会记起80年代的事情，当时最热门的技术股票是那些硬件和软件公司，如高乐高公司、凯布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗公司、科罗纳计算机公司、格里德系统公司、摩胡克数据科技公司以及 Commodore。金融界把它们吹捧为在个人计算机领域稳操胜券的必然选择。然而这一切比一瓶加了热的汽水凉得还快。当它们达到波峰时，这些股票的市盈率超过了100。

到了 1999 年中期，沃伦·巴菲特因其保守的姿态以及回避高开的在过去两年给投资者们带来非凡利润的纳斯达克股票而遭致了媒体的严厉批评。特别是他对技术股票的刻意回避受到金融杂志和网上聊天室的嘲弄。“他什么时候才能醒来闻到玫瑰的芳香?”一位合伙投机资金经理打电话告诉我，“他应该开始留意程序设计了，因为技术是我们的归宿。”互联网上的聊天室也同样在嘲弄巴菲特的买入习惯。“他的时代已经过去了——他属于上一个世纪”，一个匿名者在雅虎上的留言中说到。

巴菲特毫不妥协地坚持他的立场，指出，尽管技术在美国经济中占有前所未有的份额，但是它们看来似乎仍然缺乏审慎的投资者需要的可预测性。如果一家公司的未来不可预测，巴菲特说，它就无法被估价。如果一家公司无法被估价，就没有一种确定的方法来确保投资获得积极的回报。一家未来完全不可预知的公司可能每股能值 200 美元，也可能就只值 2 美元。没有人会知道这些，直到弄清楚股票的现价是物有所值还是一个天大的笑话。“我或许会拿出一个互联网公司(问学生)，‘它究竟值多少钱?’如果有人给了我一个答案，我会让他不及格。”巴菲特在 1998 年对投资者们这样说到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如今我们能预知什么？

在新千年开始之际，投资者们把技术股炒到了这样一个令人炫目的水平，他们基于这样一种假定，这些股票最近的收益增长率在将来毫无疑问地要被复制。回过头来看，投资者们或许是把世纪之交作为一种提示而暂停并且评价一下是否还有什么别的东西能像股票那样确定与平稳。

如果……

1. 如果雅虎和亚马逊这两支持股范围最广的互联网股票无法创造出像样的利润。毕竟，它们只是商品分销商，而对于分销商来说即便是最好的情况下营业利润率也是极其微薄的。由于雅虎和亚马逊在2000年仍未创造出实质性的利润，作为一个投资者有理由得出这样的结论，这些公司或许永远也不可能为投资者创造出像样的利润。最起码，一个投资者在评估它们的股票时应该把继续亏损的可能性考虑在内。
2. 如果驱动互联网的硬件发生了变化使得技术提供商思科被取代。思科的市值真的能达到盈利率的140倍？新的投资者在2000年早期真的有必要付出那样的价格吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 如果一种新型的微处理器出现并且完全替代了使英特尔成为世界主导芯片供应商的奔腾系列。一旦英特尔把自己确立为主导性的元件制造商，另一种竞争性技术就可能迅速崛起使奔腾家族黯然失色。
4. 如果衰退期再次降临，使得像沃尔玛和家庭仓储公司这样股价高走的零售商们的利润急剧下跌。到1999年晚期，一些零售商们的股价超过了盈利率的40倍，似乎这些公司将永远与经济疲软无缘。尽管事实是这些公司对经济周期的敏感度并不比任何时候更弱，而投资者们则更愿意相信它们的波峰增长率将是可持续的。
5. 如果新技术使得有线及无线业务被淘汰，夸尔电讯，JDS单相公司，Scientific Atlanta，还有其他公司的股票将会价值几何？
6. 如果个人电脑成为不值钱的东西由电话公司免费发放，而且不再需要安装操作系统。Dell，Compaq和微软公司的财富将来自何处？它们还能像在1999年那样支撑一个70倍于盈利率的股价吗？

这些事情会发生吗？或许不会，但是巴菲特会这样说，如果你认为它们根本不可能发生，那你就很愚蠢。一项使自我感觉良好的市场发生振荡的革新导致一些产业被取代在历史上是经常发生的。即使比尔·盖茨，微软的缔造者和总裁，也承认技术领域的发展是如此之快实际上没有任何东西是确定的。就像一条盘山公路，技术领域可以让任何线性思维的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者出轨。"我认为技术股的市盈率较之可口可乐和吉列这样的股票应该低得多，因为我们面临着规则上的完全变化。"1998年在西雅图华盛顿大学，盖茨对管理系的学生们这样说到。

即便我们能够相信微软、思科、甲骨文、北电、朗讯科技公司以及其他公司在未来的几年里能够维持高盈利，风险也依然存在，因为这些并不是依靠不断加速的创新。问题是对技术在未来的发展我们不可能看得那么远，这是巴菲特反复强调的一点。甲骨文在2000伊始价格超过了盈利率的110倍。只有当甲骨文目前的增长率继续保持10年以上才能支持这样的价格。至于雅虎，它的天价事实上还找不到任何根据。

这样，今天的股价所依托的这种新的模式如果最终被证明是一种错误的话，那么投资者们还能相信什么呢？是的，巴菲特说。许多公司在数十年间使其核心业务几乎不间断地增长。考虑到它们的业务的稳定性，我们有理由相信在今后的几十年内它们会有类似的表现，并且继续给投资者带来稳定的收益。可口可乐在100多年里一直在从事相同的业务，销售糖浆。它的核心战略看起来永远不会改变。把你的眼睛闭上10年，当你醒来时你会发现可口可乐还在做着和现在同样的事情——只是它的销售和盈利规模很可能变得更大了。

让我们设想一下你离开10年后想做一项投资，你知道你现在所知的一切事情，但是在你离开期间你无法更新这些。那么你将会考虑些什么呢？对于我来说，我需要某种确定性，我能够确定它的市场将会继续增长，我能够确定决策者还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些决策者——我是指在世界范围内，我也能够确定它的业绩将会有一个大幅度增长。我惟一不能够确定的就是还有什么事情能像可口可乐那样确定。

诸如此类的还有吉列、安胡塞·巴什公司、强生、哈里·戴维森、图西罗产业公司、温迪国际、自动数据、吉那斯、“范尼”梅、威廉·辉利以及赫塞公司。应该承认，这些公司不像夸尔电讯，全球交互公司以及JDS单相公司这些1999年最热门的股票那样有魅力，但是它们在年复一年地给股东们带来收益。“范尼”梅创造了一种成功的商业模式，无论利率如何变化，它的年盈利增长率均达到了12%～17%。这使得“范尼”梅的投资者们可以确保一个稳定上升的股价。事实上，“范尼”梅是90年代波动最小的大牌股票之一。

投资者们很难发现像麦当劳这样的公司会改变其战略。如果把餐馆里的定额表看做是指示计的话，投资者们就可以确信他们的投资将获得一个稳定的收益。在5年之内，每天将有同样数量的顾客光顾餐馆，并且他们中的大部分将通过车道上的窗口订餐。相反，目前有哪一支因特网股票能获得像麦当劳那样的稳定和现金收入潜力？哪怕是一点点？有什么人敢断言思科或者升阳在15年后将会是什么样？它们的业务将会一如既往吗？或者它们的商业模式将会发生彻底改变吗？

如果你无法想像出公司的未来前景，你就一定不要为那个遥远的将来花费任何代价。股价应该反映出公司在未来能够为投资者创造出的所有潜在收益，但是，如果收益不能被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很确定地预测，投资者们就会承担过多的股价风险。如果现在公司的市值超过100倍的市盈率，那么它就必须创造出每年30%～40%的营业额及收入增长率——这在数学上是不可能的。

投资者们的信念往往会走向某种极端。我们都希望我们的最佳投资是永恒的，就是说它们的黄金增长期会永久地持续下去。事实是，很少或者极少有哪些公司能够获得这样的殊荣。即便微软和沃尔玛在近些年的增长率也显著地下降了，更不用说目前被捧高的技术股了。其中一些公司将会比其他公司更快地进入低增长期。

回顾90年代，你可以回想起许多"稳操胜券"的事情都逐一地销声匿迹了，因为投资者们都相信好景会长在。对原油日益增长的需求应该使石油股票创造出更多的收益。人口的增长和垃圾掩埋场的严重短缺应该使废物运输股票占尽天机。微型器皿和高尔夫球棒制造商应该成为财富效应的创造者。世界范围内对保健需求的不断增长应该使医疗器械股票毫无疑问地上涨。健康组织的股票应该是向可控制保健转型的必由之路。

波士顿炸鸡不应该成为家庭餐馆的主导者吗？但是在其股价达到波峰40美元之后仅仅过了18个月，它却在1999年宣告破产了。个人电脑元件制造商艾欧密迦公司和西方数据不应该在惊人增长的计算机行业分一杯羹吗？但是它们都在无人想到的价格压力下被活活吃掉了。一帆风顺的业务成长是很难企及的，巴菲特说道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有人在虎视眈眈地注视你每天在做些什么，并挖空心思地想出一种方法来比你做得更好，以比你更低的价格，制造出一种更好的产品或者无论是什么东西。很少几家公司能做到这些。但是在美国，经历了如此漫长的令人炫目的经济成长之后，仅余400家公司能够达到市场峰值所要求的30亿美元的盈利水平。然而有一些公司实际上从它一诞生就达到了30亿美元的峰值。想像一下这一切所蕴含的数学逻辑吧。

媒体嘲笑巴菲特错过了技术股的鼎盛期。但是在所有这些指责中他们忘记了这样一个事实，他同时也绝没有把资金投入到像波士顿炸鸡那样失败的股票中。他或许错过了微软和英特尔股票的上涨，但是他同时也避开了其他数不清的技术股，如艾欧密迦公司和西方数据，它们就像独立日的焰火那样过早地耗尽了潜能。不幸的是，在商务世界里，焰火的数量远远地超过了明星的数量。盲目地投资于技术股票注定只能获得相当差的收益，因为没有几家公司能获得像微软那样的成功——你只要问问在80年代投资于计算机股票的人就会明白。假如你在80年代中期以相同数量购买了所有计算机硬件公司的股票，到世纪末你只能勉强保本。你在苹果电脑、康柏和其他少数几支股票中的收益仅够弥补其余股票给你带来的经常性的可怕亏损。

由于缺乏对未来的把握，一个80年代中期的投资者不得不在浩如烟海般的“必赢”世界里挑选最终的赢家，但是，他们绝大多数都失败了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15 CHAPTER

股票VS债券：孰优孰劣？

资金经理兼作家杰拉尔德·罗布（Gerald Loeb）曾经评论道，对付通货膨胀最糟糕的方法是以膨胀了的价格购买资产作为一种“想像中的保值”。如果你不能精确地估算出通货膨胀的风险或者你的可能的购买力损失，最终留在你手里的很可能是一项不错的资产但是收益很差。作为一个投资者，你必须力争自保。你所选择的投资最起码应该最起码可以补偿资产在长期内的自然贬值。此外，投资应该至少可以获得与类似资产在类似风险下一致的潜在收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个概念对于财富积累是至关重要的。如果你的资产不能克服通货膨胀和资产自然贬值的风险，那么你的生活水准将会下降。选择一项增值率高于自然贬值率的资产组合是非常关键的。事实上，人们投资的主要经济理由就是保持它们的资产净值免受通货膨胀的冲击。

一种由来已久的观念认为，通货膨胀可以为投资者带来帮助，因为这给公司提供了一个提价的空间而且可以为公司提供更佳的营业利润率、盈利率以及股票收益记录。今天，通货膨胀被认为是一种对抗性的力量——它不仅降低了公司收益的账面价值，而且使得股票的吸引力低于其他的融资工具，也就是债券。考虑一下巴菲特在1977年为《财富》杂志写的这段比喻吧：

计算很清楚地表明，通货膨胀是一种比我们的立法机构实施的任何措施都来得更有效的税收。通货膨胀税具有一种奇妙的力量可以轻而易举地销蚀资本。它使得一位在利率为5%的存折账户中拥有存款的寡妇的境遇在以下两种情形中变得毫无二致，在零通胀率期间，她为她的利息收入支付了100%的个人所得税，或者，在通胀率为5%的时期她不需要支付任何个人所得税。无论哪一种情形，她都被课了税，最终她没有获得任何真正的收入。

巴菲特把通货膨胀视为一股庞大的经济力量并且永远也不会被铲除。通货膨胀可以蛰伏数年，就像90年代后期那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样。但是它决不可能被驯服。一旦政府掌握了给经济注入通货或者使它们的通货贬值的能力，一个投资者就必定会认为政治家们有时——出于他们自身的利益——会采取一些不知不觉地导致价格上升的财政措施。“就像处女膜一样，一种稳定的价格可以维持，但是却不能恢复。”巴菲特曾经调侃道。

这给股票价格带来的影响是巨大的。1994 年，上一次的通货膨胀高峰导致了股价在数月内持续下跌。到 1994 年末，经过了长达 11 个月的边缘交易之后，许多投资者坚持不下去了，开始把资金投向债券。在那之前的一年股价平均达到市盈率的 20 倍，而当时的股价却只达到了市盈率的 8～9 倍。

价格上涨，再加上美联储的加息行动，最终导致了 1987 年股市滑坡。股市遭到了意想不到的重挫，每日的跌幅近 508 点。在崩盘的数月之前，利率就已开始上升，迫使分析家们对今后的股价预测不得不进行调整。70 年代久拖的熊市也是价格上涨所致，那使得许多备受青睐的大牌公司抛了锚，而这些公司的市盈率在此前被炒到了惊人的水平。

当通货膨胀率延续的时间内上涨并且债券收益上升，那么股票的市盈率就倾向于下降。如果通货膨胀率下降，债券收益也下降则股票价格就会上涨。股票、通货膨胀和债券之间的这种对应关系是非常确定的，决不能忽视它。从长期来看，股票和债券的价格对相同的经济形势会有近似的反应。股票与债券之间本质的联系在于票息，也就是你可以预期的来自每一笔投资的年度收益。债券投资者会非常熟悉票息的概念。它是一个发行机构（公司或政府）保证每年按票面价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值的一定百分比支付的确定金额。如果一家公司发行了一张息票率为6.5%的面值1000美元的债券，就要保证每年向债券持有者支付65美元（1000美元的6.5%）直到债券到期。无论在随后的年份里债券以什么样的价格转手多少次，每年65美元的票息是固定不变的。

每年的票息支付是确定不变的，以下3个主导性因素就决定了债券的价值：一、债券剩余期限内可预期的通货膨胀率；二、在同一时间到期的政府债券的普遍收益；三、基于发行者财政状况的稳定性债券持有者所要求的风险溢价。如果债券投资者预期每年的通货膨胀率在4%，那么，除非到期时能够确保获得最低4%的收益，他们是不会购买债券的。否则他们的购买力就会下降。

普通股票具有它们自己特定形式的票息：公司创造的年收益。无论公司每年获得多少利润在法律上都归股东们所有。然而，在许多情况下，公司保留了利润，并把它们用于再投资，创造出你所希望的将来的更高的回报。因此，就像债券在到期时产生票息一样，股票可以带来一个盈利率，按着巴菲特的说法，这可以让你把股票和债券进行比较。正是如此，你选择股票的目标同债券投资者选择债券是完全一致的：寻找一种投资，使它的年收益或者票息足以补偿通货膨胀率。除此之外，你还想寻找一些股票，它们的盈利率可以超过无风险的政府债券。这可以确保你能克服通货膨胀，并使你持有票息不确定的投资工具的风险可以得到充分的补偿。债券每年给你一个确定的收益率，而公司的收益在每年之间都会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一个较大的波动。

如果一个30年期的政府债券年息为6%，一家公司如果每年每股固定收益为一美元，那么它的股票价位在16.67美元时才能得到与债券同等的收益。假如公司还存在着某种风险，那么在理论上应该期望公司的价值低于每股16.67美元，这样就可以获得一个更高的收益。当价格为12美元时，每股一美元的收益就意味着8.33%的收益率。价格在14美元时，收益率则为7.14%。

盈利率、政府债券收益和股票价格之间的这种直接关系应该是永恒的，制药公司每年都能为股东创造出每股一美元的收益。如果政府债券的收益上升，股票的收益也会同样上升——股票的价格就会下降以保证与债券有相同的收益。如果政府债券的收益下降，我们可以预期股票的价格就会上涨，以保持收益与债券相同。

股票是一种票息可预见性较低的债券

巴菲特说，你可以把股票作为债券的替代，这是一种浮动性证券，它可以为你提供比上一年或多或少的收益。债券的年收益是已知的，并且到期收入可以被准确地计算出来，而一个公司的收益顶多是一种猜测。巴菲特说，如果你必须购买一支股票的话，一定要确保公司的盈利率：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 能超过通胀率。
2. 能超过政府债券的收益率，它的定价反映了通胀率。
3. 在长期内可以上升。

第三点可能是最重要的。你应该去设法提高你的原始投资的收益率。通过购买在长期内盈利率不断上涨的公司的股票就可以做到这一点。当公司盈利上涨时，你的原始投资的收益（盈利率）就会上升。股票价格最终也会随着收益的上升而上涨。例如，如果一家公司的每股盈利为一美元，市值为 20 美元，现在盈利以每年 25% 的速度增长。表 15.1 显示了收益率是在如何增长。

表 15.1 股价为 20 美元的收益率

年份	每股盈利	20 美元价格的收益率
2000	$ 1.00	5.0%
2001	1.25	6.3%
2002	1.56	7.8%
2003	1.95	9.8%
2004	2.44	12.2%
2005	3.05	15.3%
2006	3.81	19.1%
2007	4.77	23.9%
2008	5.96	29.8%
2009	7.45	37.3%
2010	9.31	46.6%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到 2010 年，公司盈利的增长使你的原始投资的收益率达到了 46.6%，这远远地超过了通货膨胀率以及债券收益。2000 年购买的年息 5%的债券到了 2010 年仍然只会给你带来 5%的收益。如果在此期间利率不变的话，债券的价格大概也不会发生变化。可是，股票的价值却可能大幅上涨。如果市场始终把这家公司的价位定在 20 倍的市盈率上，一个合理的假设，那么到 2010 年，每股的市值将会达到 186.20 美元，收入达到了原始投资 20 美元的 831%。同期的收益率也同样会增长 831%。

和这种盈利趋势看上去同样惊人是，投资者可以进一步提高他们的收益，如果出现以下两种情形之一的话：一、盈利增长率超过了 25%；或者，二、股票价格下降到 20 美元以下。哪一种情形都会导致在同期内更高的票息收入。有些人会猜测，公司长期的收益率会大幅度地超过第一年以及以后所有年份的通胀率。基于这样一种诱人的收入可能，巴菲特会很高兴地选择这支股票而不是债券，但是，这支股票不是在任何价格都必保安全的。事实上，随着股票价格的上涨，票息收入就会下降，因而吸引力下降。

我们假设股票的价格是 40 美元而不是 20 美元。每年的票息收入就只是原来的一半。事实上，股票在几年之内可能无法提供超过债券的收益。如果债券的年息为 6%，那么，这支股票在 2005 年之前是不会轻易超过债券收益的。作为投资者，在股票可以让你的收益胜过债券之前，你恐怕得等上 5 年，正如表 15.2 所显示的那样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15.2 股价为 40 美元的收益率

年份	每股盈利	40 美元价格的收益率
2000	$ 1.00	2.5%
2001	1.25	3.1%
2002	1.56	3.9%
2003	1.95	4.9%
2004	2.44	6.1%
2005	3.05	7.6%
2006	3.81	9.5%
2007	4.77	11.9%
2008	5.96	14.9%
2009	7.45	18.6%
2010	9.31	23.3%

同时也要记住，这样的收益率要仰仗公司实现 25% 的年盈利增长率的能力。如果公司无法维持这样的高速增长率，那么你就必须重新考虑你的收益率假设了。此外，利率可能会上升到 7%，这会突然降低这家公司盈利记录的吸引力。这样你就很可能为这家公司的盈利趋势付出了过高的价格，从而导致一个很差的或许是负的股价收益。在巴菲特眼里，你给自己留下的安全空间太小了。

可以肯定，公司的年收益最终超过债券收益的可能性极大。只要年盈利保持增长，公司就会提供一个潜在的比固定年息债券更佳的投资机会。如果在几年内你能一直持有这支股票，实际上就可以确保一个胜出债券的结果——这是你的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最初目标。但是如果要更可靠地确保你的成功，你必须要像注意你的股票买价一样关注公司的盈利趋势。

比较股票与债券的六项规则

在我的前一部书——《待售的华尔街》中，我设计了一系列规则，可以帮助你把债券和股票置于某种适当的关系之中。因为这种关系是理解沃伦·巴菲特思维方式的关键，我对这些规则作了以下总结：

1. 作为股票投资者的首要目标就是寻找那些收益率能够超过通货膨胀率的公司。2000年的市场发展历史证明股票可以提供一个近乎确定的克服通货膨胀的手段。
2. 你的第二位的目标就是使收益超过无风险的政府债券的收益，政府债券是按着预期的通货膨胀率来定价的。如果你选择的股票的收益不能超过债券，那么你最好还是投资债券。
3. 比较股票潜在收益和债券收益的正确方法是比较它们各自的票息，也就是它们在每年分别能为你赚多少钱。评价一种债券时，相关的收益是每年的“票息”。而评价一支股票时，相关的收益是你预计公司在今后每年创造的“盈利”。
4. 可能的话，你应该尽量买一支这样的股票，它目前的盈利率，即目前的盈利除以价格，能够接近或者超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期债券的收益率。如果利率是6%，你需要一个接近6%的盈利率，也就是股票的市盈率应该是或者低于17。如果利率是8%，你就应该去寻找一家定价在12.5倍的盈利率或更低的公司。

5. 你应该接受盈利率低于债券收益的惟一情况是公司的收益正在增长，而且可以预期盈利率将会很快超过债券收益。一个高的增长率可以补偿较低的盈利率，但是，公司的盈利率在几年内与债券相比应该仍然具有可比性。如果你必须等上5年或者更长的时间来使盈利率赶上债券的收益，那么你可能为这家公司支付得太多了。

6. 以尽可能最低的价格购买正在成长的公司的股票是确保你的收入能大幅度超过债券收益的最佳途径。你应该努力利用盈利增长的复利效应，这可以使你的初始投资获得越来越高的收益率。盈利的持续增长会导致你的投资收益持续增长，在长期内这应当导致一个越来越高的股价。

巴菲特主要投资的盈利率

作家和分析家们推测巴菲特在运用详尽的金融数据分析来寻找所有他的优胜股，但是巴菲特最关心的东西似乎是使其战胜债券收益的不断增长的票息。表15.3显示了在80年代和90年代他的广为人知的投资中所享有的票息收益。仔细

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观察这张表，你就会明白为什么巴菲特坚持持有他的消费型股票，如可口可乐、吉列以及美国运通。他的每一个主要持股都持续带来远远超过债券的票息收入，他决不会放弃这些可观的收益。尽管他的一些重要持股最近表现低迷，但是巴菲特很难舍弃这些仍在给他的原始投资带来巨大收益的股票。卖掉它们将会迫使巴菲特转投其他公司，而那些公司的票息收入在起初将会是极低的。

表 15.3 比较了伯克夏·哈撒韦在 90 年代的几个最高持股的盈利率。为了计算收益，我假定一个人从 1990 年 1 月 1 日开始购买各家公司的股票，并持有这些股票一直到 1999 末。作为一个惟一的所有者，你可以把公司每年创造的所有净收益揣入腰包。表 15.3 还显示了价格是在怎样地影响着盈利率。如果你在 1990 年以 15 倍于净收益的价格购买了美国运通的股票，到 1999 年末公司的盈利率将会达到 48.8%。这意味着，美国运通给你创造的净收益占到了你原始投资的 48.8%。

如果你以 20 倍于净收益的价格购买了美国运通，1999 年的净收益将为你的原始投资带来 36.6% 的收入。你会明白对于一个 1990 年的买家在 10 年之后要放弃美国运通的股票那会是多么的困难。放弃一个年收益为 48.8% 的投资确实是太困难了。作为一个私人经营的所有者卖掉这样的投资是严重的失职，特别是当美国运通的年盈利可能会在今后进一步增长、收益每年都在增加的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15.3 选定的伯克夏·哈撒韦持股的收益率

	支付的价格	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
						净 收 益					
美国运通		$ 338	$ 789	$ 436	$ 1,478	$ 1,413	$ 1,564	$ 1,901	$ 1,991	$ 2,141	$ 2,475
可口可乐公司		1,382	1,618	1,884	2,188	2,554	2,986	3,492	4,129	3,533	2,431
联邦住房信贷抵押公司		414	555	622	786	1,027	1,091	1,258	1,395	1,700	2,218
联邦国民抵押公司		807	1,173	1,455	1,649	2,042	2,141	2,156	2,754	3,069	3,444
加内特公司		377	302	346	398	465	477	943	713	783	958
吉列公司		368	427	513	427	698	824	949	1,427	1,428	1,260
华盛顿邮报		175	119	128	154	170	190	221	282	223	226
威尔斯·法戈公司*		281	399	518	654	800	956	1,154	1,351	1,950	3,747
Bought in 1990 at 15 times net income						盈 利 率					
美国运通	$ 5,070	6.7%	15.6%	8.6%	29.2%	27.9%	30.8%	37.5%	39.3%	42.2%	48.8%
可口可乐公司	$ 20,730	6.7%	7.8%	9.1%	10.6%	12.3%	14.4%	16.8%	19.9%	17.0%	11.7%
联邦住房信贷抵押公司	$ 6,210	6.7%	8.9%	10.0%	12.7%	16.5%	17.6%	20.3%	22.5%	27.4%	35.7%
联邦国民抵押公司	$ 12,105	6.7%	9.7%	12.0%	13.6%	16.9%	17.7%	17.8%	22.8%	25.4%	28.5%
加内特公司	$ 5,655	6.7%	5.3%	6.1%	7.0%	8.2%	8.4%	16.7%	12.6%	13.8%	16.9%
吉列公司	$ 5,520	6.7%	7.7%	9.3%	7.7%	12.6%	14.9%	17.2%	25.9%	25.9%	22.8%
华盛顿邮报	$ 2,625	6.7%	4.5%	4.9%	5.9%	6.5%	7.2%	8.4%	10.7%	8.5%	8.6%
威尔斯·法戈公司	$ 4,215	6.7%	9.5%	12.3%	15.5%	19.0%	22.7%	27.4%	32.1%	46.3%	88.9%
Bought in 1990 at 20 times net income											
美国运通	$ 6,670	5.0%	11.7%	6.4%	21.9%	20.9%	23.1%	28.1%	29.5%	31.7%	36.6%
可口可乐公司	$ 27,640	5.0%	5.9%	6.8%	7.9%	9.2%	10.8%	12.6%	14.9%	12.8%	8.8%
联邦住房信贷抵押公司	$ 8,280	5.0%	6.7%	7.5%	9.5%	12.4%	13.2%	15.2%	16.8%	20.5%	26.8%
联邦国民抵押公司	$ 16,140	5.0%	7.3%	9.0%	10.2%	12.7%	13.3%	13.4%	17.1%	19.0%	21.3%
加内特公司	$ 7,540	5.0%	4.0%	4.6%	5.3%	6.2%	6.3%	12.5%	9.5%	10.4%	12.7%
吉列公司	$ 7,360	5.0%	5.8%	7.0%	5.8%	9.5%	11.2%	12.9%	19.4%	19.4%	17.1%
华盛顿邮报	$ 3,500	5.0%	3.4%	3.7%	4.4%	4.9%	5.4%	6.3%	8.1%	6.4%	6.5%
威尔斯·法戈公司	$ 5,620	5.0%	7.1%	9.2%	11.6%	14.2%	17.0%	20.5%	24.0%	34.7%	66.7%

*威尔斯·法戈公司1999年的数据包含超过10亿元的风险资本收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么时候债券优于股票？

通过以上的例子，你可以确定一支股票的潜在收益是优于还是逊于一种债券。当股票的收益率超过了债券收益时，股票的吸引力最大。反过来，当债券的收益远远超过股票的平均收益率时，债券的吸引力最大。例如，到 1999 年晚期，一个 30 年期的政府债券的收益大约为 6.3%，但是，标准－普尔 500 企业平均市盈率 30，收益率仅达到 3.3%。即使假定在 2000 年和 2001 年公司盈利会以正常的速度增长，债券看起来仍然比这些股票更具有吸引力，这也是巴菲特在 1999 年避免投资于新上市普通股的原因之一。这需要一种行情组合——利率降低和飞速增长的盈利——以使盈利率赶上并超过债券收益。

通过访问德意志证券银行首席经济学家爱德华·雅德尼（Edward Yardeni）的个人网站（www.yardeni.com），你会大致了解如何评价债券与股票的关系。雅德尼通过股票与债券之间的关系来估计股票的价值在通常情况下是被高估还是被低估了。在做出评价之前，雅德尼把 10 年期政府债券的现行收益同标准－普尔 500 企业（来源于分析家们对下一年度盈利的一致估计）的盈利率进行比较。如图 15.1 所示，在过去的 20 年里，两者的收益之间存在着一种直接的、非常紧密的关系。债券收益的下降应当伴随着股票收益在一定比例上的下

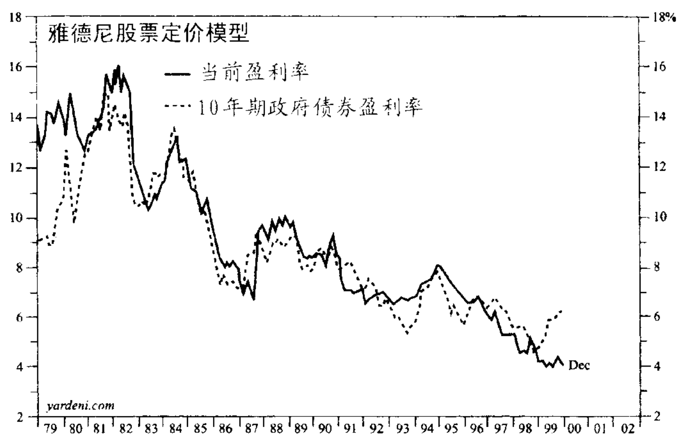
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降（市盈率上升），反过来也是如此。当两者收益之间的差距过大时，市场就失衡了。雅德尼模型显示了在 1999 年末股票市场处于一个被极度高估的状态（见图 15.1）。

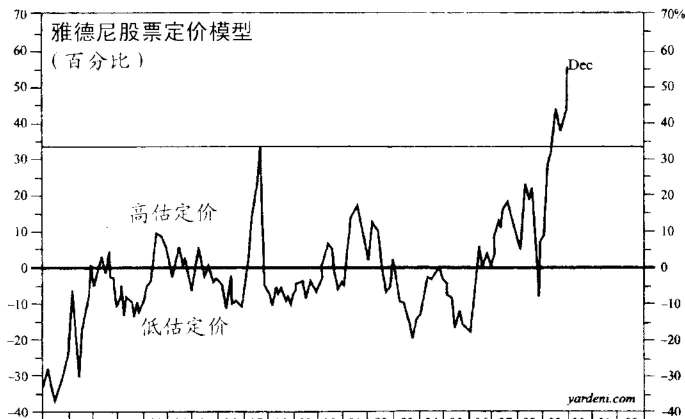
理解这种关系的另一种途径是，把股票盈利增长与债券收益进行比较，以估计公司的票收益能否超过债券收益。例如，甲骨文在 2000 年春季的市值为每股 82 美元，或者是其盈利率的 160 倍。但与此形成对照的是，分析家们预测甲骨文在今后 5 年内年盈利增长率为仅 30%。这样，股价就超过了预定增长率的 5 倍。通过这些简单的数据，你可以迅速确定甲骨文是否意味着一个今后能胜出债券收益的良机。

让我们假定你有两种选择，购买 82 美元的甲骨文股票，或者购买 82 美元具有 5.5% 年复利收益的美国国债。你将购买那一种？如果你购买了国债并且在每一年年末更新债券，到第 5 年结束时，你的 82 美元投资降升值为 107.17 美元。因此，如果甲骨文要胜出国债，它的市值在 5 年后至少要达到 107.17 美元。看上去似乎很简单，但事实上，甲骨文可能无法赢得这场比赛。到第 5 年末，甲骨文每股的盈利率仅为 1.86 美元（5 年的盈利趋势为 0.65 美元、0.85 美元、1.10 美元、1.43 美元、1.86 美元）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



* I/B/E/S consensus estimates of earnings over the coming 12 months divided by S&P 500 Index.



* Ratio of S&P 500 Index to I/B/E/S consensus estimates of earnings over the coming 12 months divided by the 10-year US Treasury bond yield minus 100.

图 15.1 雅德尼股票定价模型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15.4 甲骨文公司的盈利率

年份	每股盈利	82 美元价格时的收益
2001	$ 0.65	0.8%
2002	$ 0.85	1.0%
2003	$ 1.10	1.3%
2004	$ 1.43	1.7%
2005	$ 1.86	2.3%
2005 价格为：		
30×每股盈利	$ 55.80	
40×每股盈利	$ 74.40	
50×每股盈利	$ 93.00	
60×每股盈利	$ 111.60	

记住甲骨文在 5 年后的市值必须达到 107.17 美元才能胜出国债。这就意味着到 2005 年，它的市值必须达到盈利率的 58 倍（107.17 美元除以 1.86 美元），才能赶得上国债的收益。问题就出在这里。因为如果甲骨文要超越债券，它就必须持续地维持一个高估价格——在超过 5 年的时间里。为了获利，你一定希望在你之后投资者们蜂拥而至，把股价炒得越来越高直至无法支撑（伟大的傻瓜理论）。

当然，在第一年里甲骨文的价格跳过 107.17 美元给你即时满足的机会总是存在的，但是到第 5 年，甲骨文的股价最终下跌几乎是不可避免的。没有任何一支股票能在长期内保持这样高的市盈率。如果你打算把甲骨文持满 5 年，你不应该在 82 美元的价位买进，因为你承受了过多的下跌风险。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果市场在5年后把甲骨文只定价为30倍的市盈率（一个合理的假定），股票的价格在5年结束后仅能达到55.80美元。甲骨文的收益不仅无法超过国债收益，而且你将会失去32%的股本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4

PART

AVOIDING LOSSES

规避损失

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

16
CHAPTER

规避损失的利益

回顾前几章的内容，我们会更加容易地从巴菲特的成就中寻找到他成功的轨迹。他们说，任何一个具有耐心、数学知识，并且致力于股市的人几乎都能取得像巴菲特那样的成就。事实上，也正如我们现在所知道的那样——把巴菲特的全部职业生涯划分成若干部分——回顾往事，许多他所取得的成就看上去只是些基础性的东西。

巴菲特应该是第一个承认这一点的人，他是一个数学天才，行为也比大多数人怪异，但是也正因为如此，使他能够从别人忽略的信息中收集到有用的部分，他所应用的原则可以被任何一个稍微有点财务基础知识的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所掌握。然而，从众多的股票中发现这样一支股票，它的交易价格是其资产负债表账面价值的一半；或者是做成一笔保证有50%的年回报率的交易；或者像运作可口可乐公司的股票那样，能够获得12倍的收入；或者是获得某种股票的期权，从而使资金具有在未来几年内倍增的价值，这些都极难做到。这些情况每天都在华尔街上发生着，就像基拉韦亚山上涌出的岩浆一样，翻腾着气泡来到表面上，等待着那些能够发现和通晓它们的投资者来开拓。

如果不犯任何错误，每一位杰出投资者的动机、策略和结果回顾起来都会像水晶般的清晰。从他的发家史来看，彼德·林奇（Peter Lynch）在管理麦哲伦基金的那些年里取得的辉煌成就是那样的令人难以置信。他所买卖的是和我们一样的普通股票，甚至其中的许多股票和你所拥有的是一模一样的。那么，为什么林奇能够取得那么大的成就呢？

我们大家都倾向于忽略这样一个事实，像巴菲特和林奇这样的投资者，他们的成功源自于他们在过去的10年里所做出的上千个关键性决定，有许多决定是匆忙做出的；但是绝大多数都是正确的。在我们寻求一个捷径去了解他们究竟是怎样做的时候，我们倾向于把注意力仅仅集中在开始——巴菲特是以100美元起家的，而最后他拥有300亿美元的财富——而忽略日常的行为方式，这些行为方式使他从A点走到了B点。但是也正是这些行为方式，让巴菲特得到的回报超过了大多数人。“如果每一个人都看到了他所看到的东西，他不会从他所看到的东西里获得更大的收获。”《福布斯》杂志上曾经这样写道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个有代表性的投资者，他或者她把资金投在众多的股票上，在股市比较繁荣的时期，他能够获得10%～12%的年回报率。这是一个众所周知的陈词滥调。同样的投资者，如果他非常关注巴菲特所选的那些股票——可口可乐、吉列、大都会、韦尔斯·法格等等——每年他就有希望获得更多的几个百分点。这些股票在长期的运作中表现出一种超越市场整体发展水平的趋势，因为它们显示了比普通美国公司更快的增长率。一个机敏的专职投资家，如果能够关注像巴菲特所选的那些股票，而且能够确定是在最低点买的，那么他一年还能再增加几个百分点的收入。但是这些策略产生的综合效果仍然不能达到巴菲特在50年代中期和90年代末期所取得的33%的年回报率的水平。这是另外一个故事了。

规避损失的力量源泉

巴菲特曾经把取得成功的实质总结为非常简单的妙语：

原则1：不要损失资金。
原则2：不要忘记原则1。

发生资金损失的3个基本原因：

1. 你面临很大的风险，并且置身于发生损失的极大可能性之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 你的投资方式跟不上通货膨胀和利息率的变动。
3. 你不能把股票持有的足够长，从而认识它的内在价值。

这里没有很多的方法可以使投资者避免阶段性的损失。最好的方法就是把你所有的资产都投资于债券，持有它们，一直到机会成熟。当然，由于通货膨胀的影响，债券的价值也会受到损失。如果在你持有债券的过程中，利息率上升，那么债券的内在价值将会下降，年度的息票不能完全补偿通货膨胀带来的损失。

为了减少发生损失的机会，你必须尽量少犯错误。在你的投资生涯里犯的错误越少，那么你的长期回报也就会越多。我们已经看到了增加额外几个百分点年度收入的好处。每年增加额外的两个百分点，最终就会汇聚成一笔很大的财富。如果现在的市场年回报率超过了预先假定的11%的年回报率两个百分点，那么这两个百分点就会变成千上万美元的额外利润。

如果你想规避资金损失，也必须尽量地少犯错误。如果你损失了资金，即使仅仅只是一年，你也在很大程度上损害了你所拥有证券的最终价值。你所耗费的珍贵资源一定已经被替代。更进一步说，你浪费了宝贵的时间去尽力弥补产生了损失的基础。同时，损失还会减弱综合因素所带来的积极影响。

现在我们来考虑3种有价证券A、B、C，在30年中，每一种证券的平均年收益率为10%。但是证券B在第10年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 20 年和第 30 年的收益为 0%。证券 C 在第 10 年、第 20 年和第 30 年损益率为 10%。在这种情况下，投在证券 A 上的一万美元，30 年后就会获得 17.449 万美元的回报。证券 B 的回报相对就少一些——只有 13.11 万美元——因为其中有 3 年的收益率是在平均回报率之下。有价证券本身没有产生资金损失，但是由于它有了 3 个普普通通的年份，使得它将永远大大落后于证券 A。从一个较长的时期来看，证券 B 的回报不都是那么的糟糕，因为投资者每年都在设法规避损失。

表 16.1 规避损失的效果

组合 A*			组合 B+			组合 C++		
年份	收益	资产组合	年份	收益	资产组合	年份	收益	资产组合
		$ 10,000			**$ 10,000**			**$ 10,000**
1	10%	$ 11,000	1	10%	$ 11,000	1	10%	$ 11,000
2	10%	$ 12,100	2	10%	$ 12,100	2	10%	$ 12,100
3	10%	$ 13,310	3	10%	$ 13,310	3	10%	$ 13,310
4	10%	$ 14,641	4	10%	$ 14,641	4	10%	$ 14,641
5	10%	$ 16,105	5	10%	$ 16,105	5	10%	$ 16,105
10	10%	$ 25,937	**10**	**0%**	**$ 23,579**	**10**	**-10%**	**$ 21,222**
15	10%	$ 41,772	15	10%	$ 37,975	15	10%	$ 34,177
20	10%	$ 67,275	**20**	**0%**	**$ 55,599**	**20**	**-10%**	**$ 45,035**
25	10%	$ 108,347	25	10%	$ 89,543	25	10%	$ 72,530
30	10%	**$ 174,494**	**30**	**0%**	**$ 131,100**	**30**	**-10%**	**$ 95,572**

*投资者 A 每年获得 10% 的盈利
+投资者 B 在第 10、20、30 年盈利为 0
++投资者 C 在第 10、20、30 年损失 10%

相比较而言，证券 C 在第 10 年，第 20 年，第 30 年分别损失了 10%。这 3 年不是那么不太合理的损失造成的影响使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得证券的最终价值减少了7.9万美元。这就是综合作用的效果。第10年的实际损失只有2357美元，第20年的损失也只有5004美元，最后一年的损失是10619美元。但是各种因素综合后的力量使得所有年份的综合损失17980美元变成了损失7.9万美元的机会。

输家的游戏

这是一个非常不幸的事实，当天买卖投机者经常损失资金，就像那些投资于债券、期权、期货和商品的人那样。研究已经很清楚地表明，长期的回报是与你持股时间的长短以及你购买股票的价格紧密相连的。频繁的交易和漠视基本的风险的存在就像给投资者系上了沉重的铁锚一样，使得以作短线为主的投资者经常发生失误。他们努力想在“零和”游戏中获胜，这种游戏使得他们在不知不觉中为自己的行为交纳了税款。一段时间以后，他们获利的交易和损失的交易基本平衡，但是他们还要拿出自己的一部分资金去交税、进行委托和给证券经纪人。

分析家兼作家查尔斯·埃里斯（Charles Ellis），在1975年的《财务分析杂志》上发表的一篇文章中，第一次把投资称作“输家的游戏”。他预言投资领域，特别是在机构水平上，是怎样最终变成了以动力为基础的竞标赛，在那里成千上万的人前仆后继地去争抢摆在他们面前的未被发现的股票。一个有那么多人参加的游戏，这些人都被训练得用同一种方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看问题，这自然会诱使他们犯那种“非强迫的错误”，这是从网球运动那里借来的一个名词。

埃里斯把他的发现用一个公式清晰地表达出来，它显示了那种对击败市场获得收益的追求是怎样自然而然地变成了在基金管理者内部的回报。为了战胜市场，基金管理者们首先要打败竞争对手，为了达到这个目的，他们不得不增加短线的交易。最终，这些管理者预订了他们的悲惨结局，有时候还会造成巨大的经济损失。

埃里斯总结说大多数成功的投资者不一定非要是非常精明的人，也不一定是有百万美元研究预算的人。他们也不是那种很幸运地在一支股票上就能获得1000美元收入的人。相反，他们是那些在他们的职业生涯中很少犯错误的人。

积极行动的投资者能够打败市场的信念基于两个假设：一、股票市场的流动性是一个优势；二、机构投资是一个胜利者的游戏。我的不令人高兴的文章可以概括地表达为：由于过去10年中的重大变化，这些基本的假设已经不再适用。相反，市场的流动性是一种债务而不是资产，而且在经过一个很长的时期后，机构投资者在市场上的表现也会不佳，因为资金管理变成了输家的游戏。

高尔夫运动为我们提供了一个很好的输家的游戏的例证。在星期天举行的职业高尔夫球手协会锦标赛的获胜者不一定是那个击球最远的人，也不一定是那个轻击棒最好的人，或者是那个最先完成游戏的人。胜利者是那个在4轮比赛中犯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错误最少的人。这是高尔夫运动和其他大多数接触性运动——比如足球、曲棍球等的惟一区别。在接触性比赛中，甚至在网球比赛中，比赛的结果是由胜利者决定的，这个人大概是借助于它的技术和肌肉的力量在综合实力上超过了对手获得了大多数的得分。

在高尔夫运动中，是输家的行为决定了最后的结果。“老虎”伍兹获得了锦标赛的冠军更主要的是由于他的竞争对手犯了比他更多的错误，这些对手甚至没有和伍兹在周末进行过直接的竞争。伍兹在正常的水平下可以击中10个球，如果它的64个竞争对手中的一个恰好犯了比较少的错误，并且在正常的水平下击中了11个球，那么伍兹将会失去锦标赛的冠军。最终的结果确实不是伍兹本人所能够控制的，他必须依靠其他的选手在平坦的球道上犯比他更多的失误。保龄球运动也是在同样的规则下进行的。每一个选手都是以理想完美的300分开始，当更多的球瓶未被击中他也就丢失了分数。比赛的最终结果是由输家决定的，因为他没有击中更多的球瓶。

如果你理解了这种输家的游戏规则，你已经在投资成功的道路上迈出了关键性的第一步。巴菲特之所以能够成为金融世界的主宰就是因为他在40年的职业生涯中犯了非常少的错误。他曾经承认，他最经常犯的错误就是“拖拉的恶习”，这使得他错过了购买那些重整旗鼓的股票的机会，或者是不能及时地把股票卖出去。这两种类型的错误都没有使巴菲特损失资本。它们仅仅让他失去了良机。

如果我对1000个投资者进行民意测验，问他们取得成功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的最主要的5条原则，他们的回答将不会和巴菲特一样。下面这些可能就是他们的答案：

原则1：进行长时间的观察。

原则2：在市场上不停的追加资本并让它为你产生综合作用的魔力。

原则3：不要试图去调整市场。

原则4：坚持持有你所了解的公司的股票。

原则5：做多样性的投资。

我斗胆地说很少投资者会想到提出巴菲特的主要原则——不要损失资本。悲观一点说，由于一些投资者不相信资本会受到损失，因此他们习惯于自从1987年以来产生的主要指数的空前规模的反弹。在最近几年里，一些共同基金公司的调查表明，很大比例的散户依然不相信共同基金会发生资本损失，市场也还会有高于10%的跌幅。另外一些投资者把损失看做暂时的倒退或者是提高他们地位的机会。还有一些人，出于一种心理保护机制而通过违背他们自己的原则来尽力避免损失。他们通过抛纸带来影响决定的做出，买进和卖出获利者和损失者的股票，以此来躲避由于被报道了损失而带来的心理上的损伤。

规避损失大概是长期投资获得成功的最重要的工具。没有一个投资者，甚至是巴菲特可以避免在单一股票上的阶段性损失。即使你让你自己只买那些确实可信的低价位的股票，偶然性的错误依然还会发生。巴菲特和其他几乎所有投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同的是避免他所拥有的全部股票年度损失的能力。

只有投资的多样性并不能阻止损失的发生。所有的多样性投资能做到的只是把只持有少数几种股票的风险最小化，同时拉动股票交易的继续进行。即使你持有 100 种股票，你也永远会受到市场风险的攻击，这种风险是一个倾斜的市场，它会导致所有的股票一起下跌。

大多数的投资者把市场作为他们逃避风险的机制。当股票跌到它的平衡点以下时，他只是简单地把它卖掉，无论这支股票的基础是怎样的。在 90 年代，一个被吹捧得很高的策略是恳求投资者卖掉任何一支跌幅超过 8% 并且低于他购买价格的股票，而不考虑到这样做的后果。市场调整者依赖于同样的策略。他们把赌注押在单一股票的发展趋势上，如果市场变得对自己不利，那么就准备着迅速地退出。

这些策略最终降到了一种赌博的形式，在这里成功的几率减小了，因为投资者的持股时间太短。另外一些投资者通过继续持有一些垃圾股来逃避损失，他们甚至把这种股票持有许多年，直到它们反弹到高于原来的价位。如果想依靠这种策略来获利，你必须把你的希望定在市场最终能够确认你的决定上。巴菲特决不会把他的信心放到投资者和商人的手里。他所运用的获得年收益的方法是把市场排除在等式之外。他预想到如果能够保证他自己能得到回报，即使是在衰退的市场条件下，他也会最终处于游戏的领先地位。

第 17 章和第 18 章将详细介绍巴菲特如何规避损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

17

CHAPTER

规避损失 2

市场调整、可兑换证券和选择

随市场环境的变化而变化

巴菲特曾反复告诉我们，不要把注意力集中到股票市场日常的波动上。对他来说道·琼斯工业指数在一天内无论是升高了 300 点还是下降了 300 点，都不意味着什么。他不关心利息率在某一天是升高了还是降低了，也不关心他的有价证券资产价值是不是下降了 2 亿美元（顺便说一下，这种情况在 1999 年经常发生）。“如果任何一个人准备去做任何一件蠢事的时候，市场在那里只是作为一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个参考值而存在着。”他说，“当我们投资于股票的时候，我们也是投资在商业。”

但是，巴菲特——无论是偶然的还是经过深思熟虑——应该被看做历史上最机敏的市场调节者之一。他所拥有的能感觉到市场存在很大危险的能力，或者是当别人认为是危险而他却认为是良机的能力，使他和其他的市场调节者，甚至是具有传奇色彩的市场调节者截然分开，比如乔治·索罗斯（George Soros）或者是迈克尔·斯坦哈德（Michael Steinhardt）。这也是他的有价证券很少遭受年度损失的主要原因之一。他能够发现价位比较低的股票的能力已经被很好地证明了。我们现在知道得比较少的是他如何测量市场环境和如何从中获得利润。当巴菲特开始不停地谈论市场时，这十分值得去听一听。

他调节市场的方式类似于韦恩·格雷茨基（Wayne Gretzsky）打曲棍球的方法——不是站在球所在的地方，而是要去冰球将要到的地方。20世纪杰出的投资家们看上去都有着发现低估价值的有价证券的强烈倾向，同时他们也是有远见的。当经济衰退时，他们不是垂头丧气，而是在寻找那些即将到来的经济复苏征兆。当经济高涨的时候，他们时刻警惕着经济滑坡的危险，并做出相应的计划。当他们在市场上运作的时候，他们寻找那些能够推动工业发展的催化剂，即使当华尔街已经对此采取否定的姿态。反过来讲，他们不会等到经济完全高涨起来的时候才结束操作，而是在其他人之前就卖掉了他们的股票。

巴菲特把他的成功归结于，在这些年里他所没有买的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票和他买的股票一样多。同样的，他所卖的——什么时候他卖股票——在他得到的回报里起着十分重要的作用，就像他决定买和持有可口可乐、Geico 或者是吉列一样。惠特尼·蒂尔森（Whitney Tilson）是蒂尔森资本在纽约的合作伙伴，是一个经常光顾摩特利·弗尔公司网站的专栏作家，他告诉我们巴菲特在他的职业生涯里做了不多于 4 个有关市场调整的预测，每一个都被证明是正确的，而且有着很高的利润。

市场预测 1：在 70 年代初的熊市到来之前卖掉股票

早在 1968 年，巴菲特就已经表达了他对股票价格忧虑。据说，在 60 年代一直向前发展的市场经济鼎盛时期，巴菲特就好像感觉到了投资者将要面临的巨大危险。由于不能选到品质优良、价位合适的股票，他在 1969 年收回了他的投资合伙契约，他承认他的这种勤奋的、密集选股的方式已经不再适应以冲力来维持、以作短线为方向的市场。他在信中给他的委托人写道："这场游戏的参与者是那些易受骗的人、自我陶醉的人和无所顾忌的人。"

"我相信，当这一时期的股票市场和商业发展被写进历史的时候，这是一个很好的例证，这种现象将会被认为是最重要的，也许是最具特色的狂躁病的表现。"由于缺少具有投资价值的股票和不能接受价值取向的经理们在以冲力饥渴为取向的基金管理者的海洋里取得进展，巴菲特感到非常沮丧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他清理了所有客户的账目，把他所有的个人财富都投进了伯克夏·哈撒韦股票里，并且在将近5年的时间里没有进行资本管理业务的操作。他以一个局外人的身份经历了美国自从1929年到1933年大危机以来的最为残酷的熊市。

市场预测2：1974年继续前行

在市场达到它的顶点5年后，大多数的美国人才对股票市场有所觉醒。一般有价证券的价值跌幅已经达到40%甚至更多。在1973～1974年的危机中，投资者们手里持有大量的蓝筹股——比如施乐、沃尔特·迪斯尼、IBM、通用汽车以及西尔斯——眼睁睁地看着他们的有价证券下跌了60%。对于那些套牢的投资者来说，恐慌性的抛盘似乎永远不会停止。一些散户竭尽全力持有他们的股票，等待着反弹，但是反弹却从来没有出现。他们被弄得筋疲力尽，最后他们屈服了，在看到他们持有的证券价值损失了一半以后，他们卖出了股票。其他的人也从市场的变化中得到了暗示。股市的天天下跌增强了他们出货的想法：抛盘招致了更多的抛盘，一个有序的市场变成了一个产生损失的邪恶的怪圈。

到1974年底，没有几个投资者有耐心再进入股市这个竞技场。但是，巴菲特，在中断了5年的运作后重新焕发了精神，他积累了大量的资本，义无反顾地把它投入到那些连市场本身都难以忍受的股票上。就像一个在糖果店里的孩子，巴菲特找到了更多有投资价值的股票，以至于他的资本都消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化不了。任何一个在 1974 年进入股市的投资者，在两年之内，很少有人的回报率低于 75%。

市场预测 3：看到了 80 年代将要到来的机会

直到 1979 年，道·琼斯工业平均指数从没有超过 1964 年的水平——15 年没有增长一个点。悲观的情绪到达了极点。公众们逐渐地把他们的资金由证券转向了债券、房地产和贵金属，经纪人们发现推销股票变得越来越难，即使这支股票可以带来 15%的红利。领导市场潮流的战略家们，预言会有更多的像股票这样的财政陷阱，他们恳请投资者们去买债券，放弃股票。然而巴菲特却不这样认为，从他的观点来看，质量好的蓝筹股已经基本卖出，有些股票的售价甚至低于购买的价格，尽管美国的经济前景依然比较乐观。公司法人的净资产回报保持着一种健康的态势，蓝筹股的盈利率也是在以两位数的速度递增，那种破坏了 60 年代末期市场完整性的狂躁投机行为也已经被消除。

“按照现在的水平卖出股票，从较长时期来看，可以获得比债券更高的回报。”他对股东们说，“但是那些养老金的管理者们，就是那些经常被公司的发起者们所鼓励的认为他们是必不可少的人，把基金以最高的记录投入到债券业务里。在这期间，对于股票的认购却是像点眼药水一样，数量非常少。”巴菲特的见解是那样的正确。就像蒂尔森指出的那样，自从巴菲特说了那些话以后，股票市场的年回报率已经达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

17.2%，而债券市场的回报率只有9.6%。

市场预测4：规避1987年的危机

80年代中期，巴菲特的买和持有股票的哲学已经被大多数人所接受。在他所喜爱的3个公司中，它拥有大量的股本——Geico、华盛顿邮报以及大都会/ABC（后来和沃尔特·迪斯尼公司合并）——并且保证持有这些股本是必然的选择，就像他所描述的，永远持有。他对其他的股票并不抱有同样的信心。1986年，在伯克夏·哈撒韦举行的年会上，巴菲特哀叹自己没有能够在低价位上找到合适的公司股票。与其用短期投资于股票的方式降低证券的价值，并且放弃这样一个事实——巴菲特所持有的股票已经给他带来了上千万美元的利润，巴菲特宁可选择获取红利和减少他的有价证券的数量。

"在今天的市场上，我仍然找不到任何便宜的股票。"他对他的股东们说，"当前我们没有任何值得一提的净资产。"就在1987年危机发生的前5个月，他告诉他的股东们，他找不到任何具有高回报率潜力的大笔股票。"没有任何值得我们去买的股票，即使它再下跌10%。"

现在回顾起来，巴菲特关于下降10%的评论最终证实是保守了。在告诉他的股东们他进退两难的情况后，仅仅过了5个月，股票市场就下跌了30%。他在危机发生前所做出的逐步削减他所拥有的有价证券的决定，无疑没有泄露出太多对伯克夏公司的股票预定价值不利的影响。巴菲特精力充沛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地进入了 80 年代，准备进入那个他看上去未被充分赏识的、充满悲伤的市场。当市场的价值一直上涨时，巴菲特的保守主义思想使他得到了更多的好处。到 1987 年，他的手里只持有 3 支股票。当下一个 10 年开始的时候，巴菲特已经在 18 个不同的公司里拥有了众多的席位。

巴菲特没有任何具有魔力的规则，使他能够知道股票市场在什么时候被过高地估价，什么时候被过低的估价。根据所有的描述，他的决定是进入市场还是出离市场是以几个常识性因素为基础的。

股票收益和债券收益之间的关系。回忆第 15 章的内容，我们知道巴菲特对那些经过一段时间后获得的收益能够超过债券收益的股票情有独钟。当债券的收益逐步上升，甚至有超过股票收益的趋势时，一般来讲，市场的价值是被高估了。当股票收益下降到某一点，但在这一点上股票收益（倒转的价格收入比率）依然在债券收益之上，这时候股票是最具有吸引力的。

市场攀升的速度。历史告诉我们，股票市场不会长时期的胜过整个经济的发展。这就是说，你不应该期望法人公司的销售、收入和股票价格上涨的速度超过经济产出。如果说股票价格上涨的速度增长了 4 倍，那么整个经济是处于扩张时期，市场成为股票在某一点下跌时的底部。相反，如果是股票的价格下跌，而整个的经济处于高涨时期，一个过低估计股票价值的情况产生了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入多样化。1982年，标准－普尔500公司的本益比仅仅为7（美国人为了他们自身的利益愿意为法人的每一美元收益花费7美元）。到了1999年中期，美国人愿意为那些同样的公司生产出一美元的收益所支出的是34美元。什么可以来解释这种不一致？利息率的降低在某种程度上解释了本益比的升高。下降的比率使得收益中的每一美元在投资者那里的价值更高。

收益率的提高也在某种程度上说明了本益比的升高。在90年代末期，公司法人依靠净资产获得收益和资产数额达到了70年来的最高峰。这可以很好地说明为什么一美元的收益意味着更多的价值，因为法人可以以更快的速度再投资于收入。但是股票价格绝大多数的攀升是由于感情因素——这纯粹是投资者的一种意愿，支付越来越高的价格而不考虑股票的实际价值。当价格收入比的增长速度超出我们的预期时，利息率和公司收益率就会发生特定的变化，投资者必须警惕着进行及时的修正。

国家经济形势。当经济迅速发展，或者看上去只有很少的机会停下来时，它呈现出增长的趋势，投资者应该考虑是否减持股票，选择另外一种投资方式。同样的，当经济不景气时，股票通常下降到非常便宜的水平，从而具备了高回报的潜力。用巴菲特在第12章中列出的15%收益的原则，你会很快判断出股票是否值得你继续持有。一般的原则是在经济衰退时购买股票（当本益比在它的最低点），在经济变得不十分强盛时卖掉它（当本益比在它的最高点）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整体背景。由于巴菲特尽力地想把股票持有几年，甚至更长的时间，因此在购买股票之前，他必须从更为全面的角度分析上市公司、各个行业和整个市场。巴菲特不会由于公司收益率的近期变化而购买和卖出股票，也不会把他的希望锁定在某一种股票上，在华尔街玩火，等到价格很高时才卖掉它。作为代替，他会对长期以来的经济基础和市场进行评估，检查这些基础是否能够支撑得起高价位的股票。如果股票不具有他寻求的潜在回报率，他倾向于卖掉证券或者不购买。如表 17.1 所示，在任何可能的时候，巴菲特宁愿兜经济圈子也要达到圆满。在经济衰退期间，几乎所有的美国工业都经历着低迷时期，巴菲特灵敏地积聚起大量的股票，因为他知道在从此以后连续的几年里，提高了的收益率就摆在我们的眼前。当经济到达了顶峰，机会慢慢地变少，卖出股票是一个谨慎从事的过程。

表 17.1　80 年代巴菲特缩减的投资组合：伯克夏·哈撒韦年报中列举的主要持股

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
联合出版公司	X	X	X	X	X	X	X	
ALCOA	X	X						
阿卡塔公司		X						
Beatrice Co.						X		
投资天地/ABC					X	X	X	X
克里夫兰克里夫铁业公司	X	X						
科拉姆和弗斯特公司			X					
埃克森公司					X			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
加泰克斯公司		X						
GEICO	X	X	X	X	X	X	X	X
通用食品公司	X	X	X	X	X			
汉迪·哈曼公司	X	X	X	X	X	X	X	
国际出版公司	X	X	X	X	X			
恺撒铝业公司	X							
李尔·席格勒公司							X	
综合媒体	X	X	X	X				
国家底特律公司	X							
国家学生行销公司	X							
西北制品公司					X			
奥美公司	X	X	X	X				
平克顿侦探行	X	X						
R·J·雷纳德公司	X	X	X	X				
SAFECO	X	X						
Time			X	X	X	X		
时代明镜公司	X							
华盛顿邮报	X	X	X	X	X	X	X	X
伍尔沃思公司	X							
披露的股票	**18**	**15**	**11**	**10**	**10**	**7**	**6**	**3**

可兑换证券

巴菲特在20世纪80年代末和90年代初的一些最有利的投资中涉及了可兑换证券，这是一种混合的证券，有着股票和收入产出证券比如债券或者优先股的一些特征。从1987年开始，巴菲特做了5笔引人注目的可兑换证券的投资：1987

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的所罗门兄弟公司，1989 年的吉列公司，1991 年的美国运通，1989 年的优胜者互联网以及 1989 年的美洲航空集团公司。综合来看，这 5 种可兑换证券的投资已经为他带来了超过 5 亿美元的收入，促使巴菲特去购买 3 家公司更多的股本。他还持有吉列和美国运通所有的普通股票，这是他能够非常成功地利用投在所罗门兄弟公司上的资本去获得旅行者集团和花旗集团更多的股本。

当你购买了由吉列公司发行的可兑换证券，你就有了固定的收入来源，就像你购买了债券一样，不同的是你还拥有把这些债权转化为一定数量普通股票的权利。这种可以兑换的特征使得这种投资方式非常具有吸引力，尽管这种兑换的价格比普通股票的价格一般要高出 15～25 个百分点，而且债券的息票率通常低于主要债券的利率。比如说你投资 1000 美元购买 XYZ 公司的债券，并且有权利把它兑换成 20 股 YXZ 公司的股票（兑换的价格是每股 50 美元）。XYZ 公司的股票每股售价是 40 美元。40 乘以 20 是 800 美元。你支付的贴水是 200 美元。然而你最终收入的组成（以债券息票或者有优先权的分红形式）弥补了贴水的支出。

有了可兑换证券，你就可以为了获得更多的收益而与普通股票的正确评价进行一场赌博。如果 XYZ 的股票上涨了 50%甚至更多，可兑换证券可以说是赚钱了（每股 50 美元乘以 20 股等于 1000 美元）。先前普通股票里的每一美元在可兑换证券的价值上都增值了一美元。为了获得利润你可以选择自由兑换，也可以卖掉普通股票。你还可以选择自由兑换，但是继续持有普通股票或者通过持有可兑换证券让你的利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自然增加。从理论上讲，有价证券不会跌到有优先权债券的表面价值以下，不论普通股票下跌得多么低（除非公司面临财政危机）。

只有当红利和股票结合后表现出能够使具有市场回报的能力时，巴菲特才会投资于可兑换证券。“几乎在任何情况下，我们都希望这些证券能够连本带利地回报我们。”他在他1998年的年度汇报中写道，“如果这就是我们的全部所得，尽管结果可能会令人失望，因为我们会放弃灵活性以及由此而错过一些非常重要的机会。伯克夏公司能够获得满意的惟一一个方法来自于——优先股的发行就是要让投资公司的普通股票表现得更好。”

所罗门兄弟公司

20世纪80年代中期，随着公司合并浪潮的涌动和股市的飙升，巴菲特在新的投资中直接获利的能力受到了很大的限制。到1987年，巴菲特已经非常清楚地转入了防守态势，在有限购买那些把握性很小的股票的同时，他逐步地卖掉了大部分伯克夏公司的股票。合并的浪潮不仅成为投资者不可预知未来的源泉，而且成为潜在利益的源泉。一些大公司的股票被抬高价格，从而反映出接收的可能性，但由此也限制了它们潜在的回报率。股票交易要求对主要的股票价格进行巨额的贴水，如果交易终止，投资者将会面临股票价格迅速下降的危险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对付这种形势的一个方法就是扮演救星的角色，巴菲特猜测道：他将会帮助一些选定的公司努力地反对恶意收购。巴菲特表示他完全可以不受任何损失地从公司里撤出，而且还能获得具有高回报率的可兑换证券（这是市场本身不再允许的）。可兑换证券为巴菲特提供了一道安全网——丰厚的红利——保护着他免受股票下跌的影响。

在1987年大危机爆发的前一个月，巴菲特的一席话曾经让他的股东们目瞪口呆。他说他已经购买了所罗门兄弟公司新发行的价值7亿美元的可兑换证券，所罗门兄弟是投资银行家兼经济人。后来所罗门兄弟公司合入了旅行者集团，再后来变成了花旗集团的一部分（旅行者集团和花旗集团合并的结果）。

在购买所罗门公司的股票时，股票的成交价大致在32美元左右。加上1840万美元的有优先权的红利，每股普通股票的价格为38美元。一旦所罗门公司的股票价位超过了38美元，巴菲特就可以从最后的转化中获得账面利润。同时，还得到那些首先支付的9%的年度红利（7000万投资的红利为630万）。由于估计到投资银行可以生产出足够多的收入，并且经过一段时间后就能够得到回报，巴菲特把对所罗门公司的投资看做一个风险很小却可以获得利润的机会。就像传记作家罗伯特·黑格斯特隆（Robert Hagstrom）所写的那样，所罗门公司的股票在1986年已经到达了它的顶点——59美元。如果这支股票在3年内能够在59美元的基础上再往上走，巴菲特的总收益（假设他兑换）将会是88%。如果所罗门公司的股票直到1992年还没反弹到59美元——持股5年后——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特依然会以令人瞩目的17.6%的年回报率出货。如果巴菲特不兑换，从1995年开始，所罗门公司就可以在5年之内赎回这些证券。

在巴菲特购买所罗门公司的股票时，所罗门公司正在竭力挡开瑞夫隆公司总裁罗纳德·彼勒曼（Ronald Perelman）的恶意收购，罗纳德后来也想购买吉列公司。彼勒曼已经通过谈判从奥芬海默家族手里获得了所罗门公司的股票，他所经营的是与南非的采矿业有关的矿石资源，他在投资银行家那里购买了14%的股份。当巴菲特购买可兑换证券的消息传开后，彼勒曼放弃了他的收购计划，后来反而是所罗门公司购买了矿石资源公司的股票。

从所罗门公司的角度来看，一切都很顺利，巴菲特的利益是那样的不明显。这是他自从进入这个公司以来最大的一笔投资，这一次他把伯克夏公司的资本赌在了一个产业上（投资银行），巴菲特在这一年中受尽了嘲笑。巴菲特似乎只用数学方法来估算交易。它们想不出什么有效的投资方法，只有这一个方法可以战胜疲软的市场、给它们带来回报。

但是就在巴菲特购买后的一个月内，股市大幅下跌，所罗门公司的股票下跌了16%。也许巴菲特看到了危机的到来，因为如果他只买所罗门公司的普通股票，他会在很短时间内损失一半的资金。事实上，所罗门公司的股票花了将近4年的时间才回到巴菲特起初购买时的价位——32美元。在这种情况下可兑换证券也是毫无价值可言，尽管巴菲特利用每年获得的630万美元红利那样做了。

巴菲特的这个巨大赌注将要花更长的时间才能最终结束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1991 年秋天，普通股票的价格才刚刚反弹到可自由兑换的 38 美元。所罗门承认它从事的是违法的债券交易活动（这件事与拍卖 2 年期的国库券密切相关，严重违反了财政部的有关规定）。公司的高级执行官知道这种犯罪行为，但是直到联邦调查局进行调查，他们也没有通知政府当局。这些高级行政人员被迫辞职，所罗门公司的股票直线下跌，也就是在这个时候，巴菲特被请进了公司，指定为临时主席。

事实证明，这对于巴菲特来说是一个最为困难的时期，他不得不解雇那些高级经理，大量削减费用支出，恢复信用和收益率（这将有助于他持有的可兑换证券），处理大量的诉讼所罗门兄弟的案件，和联邦调查局一起调查债券交易行为，并且尽力劝说议会委员会允许所罗门公司继续参加国库券的拍卖，如果没有这项业务的话，所罗门公司将会破产。

在公司答应赔偿 2.9 亿美元给联邦政府后，事情得到了解决。1992 年 6 月巴菲特作为临时主席进入了公司。直到 1993 年，在巴菲特购买了可兑换证券 6 年以后，所罗门的股票才超过 38 美元这个可自由兑换的价位，巴菲特的资本才有了安全保障。为了显示对所罗门公司新经营管理的信心，1993 年，巴菲特开始购买所罗门公司的普通股票，最终使他在这个公司的总股本占有整个公司的 20% 还要多（包括普通股票和有优先权的股票）。

1995 年，他兑现了 20% 有优先权的股票，这是它们挽回损失的第一年，1996 年，他又把另外的 20% 有优先权的股票兑换为普通股票。从那以后，为了避开遗留下来的那个赌注，伯克夏发行了价值为 44 亿美元的可兑换证券，允许购买者把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克夏的债权转化成所罗门公司的普通股票。1997 年，他用所罗门的股票交换了旅行者集团的股票，那个时候，旅行者集团正在收购所罗门公司。

吉列公司

巴菲特对剃刀大王吉列的兴趣可以追溯到几十年之前，但是从来没有像在 80 年代那样强烈，因为在那个时候，公司发现自己成为了好几家有恶意收购的公司的目标。对吉列来说，康尼顿合伙公司的最后一次投标让公司付出的代价尤为昂贵。在承诺从投资者手里买回 1.9 亿股股票之后，公司才保住了自己代理人的身份。这种举债的回购，加上以前过度的股票发行，使公司背上了沉重的包袱。

巴菲特的加入使得吉列公司得以继续保持自己的独立，同时，巴菲特也从公司转变中看到了获利的方法。巴菲特预见到吉列公司不会落入恶意收购者的手里。1989 年 7 月，巴菲特提出要在吉列公司注入 6 亿美元的资金。作为回报，公司给了他具有优先权可兑换证券，这种股票每年的红利率为 8.75%。这种具有优先权的股票能够转化为 1200 万股股价为 50 美元的普通股票，这个价格大约比吉列公司平时股票价格高 20%。巴菲特在 2 年之内不可以转换这些股票，但是如果公司普通股票额价格高过了 62.50 美元，他拥有强迫转换的权利。

从表面上看，这笔交易虽然确保了公司不被别人收购，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是实际上它对巴菲特比对吉列公司更为有利。吉列公司在注入了6亿美元的资金后还清了债务。巴菲特获得了一个高产出的工具，使得他能够有一定空间来对付股票价格的下跌。优先权股票包含的资产净值使得巴菲特足以抵消吉列公司普通股票价格的任何上涨。还有，巴菲特在吉列公司的董事会中获得了一个席位，并且在一个已经成立的公司中买到了一个有重大意义赌注（11%），这个公司看上去有着一个很好的发展前景。

以后的事实证明，这笔交易正如所设想的那样为巴菲特带来了利益。当剃刀的自动生产线投产之后，吉列公司的利润飞速增长起来。公司销售额从1989年的3.8亿美元飞跃到1994年的6.1亿美元。1990年至1991年短暂的滑坡一度使吉列公司的股票下跌，但是到了1991年2月股价徘徊在73美元左右，比62.5美元的底部还要高得多，吉列公司强烈要求巴菲特把股票进行转化。这使巴菲特在不到两年的时间里大约获得了27.5亿美元的账面利润（不包括红利）。巴菲特一直没有出售他的初始价值1200万美元的普通股票，这些股票的价值后来增长了3倍，高达9600万美元。

美国运通公司

巴菲特另外一个有趣的股票转化交易发生在1991年8月，当投资者们知道他已经在信用卡巨头美国运通公司上投资了3亿美元。那个时候，美国运通公司刚刚走出衰退的阴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影，财政状况还不是太好。希尔森·莱曼兄弟经营管理上的失误使公司遭受了巨大损失，为了恢复不景气的业务，重新获得利润，记账卡的计划已经开始实施。美国运通需要资金，巴菲特也清楚这一点，于是双方迅速达成了协议，这对美国运通公司是有利的，而带给巴菲特的潜在利益可能会更多一些。

这次巴菲特得到的证券不是像他从前购买所罗门或吉列公司时那种典型的可兑换证券。这些证券的红利率为 8.85%（一年的红利为 2655 万美元)，可以凭自己对美国运通公司的分析判断，并以公司普通股票赎回时的价值为基础确定价格，把它们转化为美国运通公司的普通股票。当这笔交易做成时，美国运通公司股票的价格约为 25 美元。保守地进行估计，巴菲特手里的证券最少也能换成 12,244,898 股普通股票（这意味着每股的转换价格是 24.5 美元)。3 年之内，如果普通股票的交易价格低于 24.5 美元，巴菲特可以把证券的转换期延长一年。如果美国运通公司的股票下跌，比如说跌到 18 美元，巴菲特手里的股票仍然是 122,244,898 股，但他的本金将会损失 7.96 亿美元。如果普通股票的价格上涨到每股 37.53 美元，美国运通公司同样有权赎回这些可兑换证券。

实质上讲，这是一种在强制转换之前，在 1～3 年内运作股票，发挥它增值的潜力，并能够稳定获得 8000 万美元红利的方法。依据巴菲特的分析，美国运通公司处于一种劣势地位，8.85%的红利率带来的利润显然会比普通债券带来的利润要高。由于伯克夏·哈撒韦可以要求对 70%的红利收入免予征税，那么可兑换证券在税前基础上就可以提供大于 11%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等价物。

1994 年，巴菲特按照计划把证券进行了转换，并且利用市场正处于疲软的有利时机，拥有了美国运通公司更多的普通股票。在 1995 年的前 3 个月里，巴菲特已经非常轻松地拥有了公司价值 4800 万美元的股票，相当于公司总股本的 9.8%。90 年代，美国运通公司依然是巴菲特投资获利最多的公司之一。90 年代末，巴菲特的股本价值达到了 84 亿美元（他后来又购买了 200 多万美元的股票）。

在 1997 年的年度报告中，巴菲特写道："对这种股票持有证明是相当有利润的，这要感谢你们那个既有运气又有技巧的主席的运作——110% 的幸运，平衡的技巧。" 实际上，1994 年，巴菲特在实现了股票的转换后就准备卖掉他所有的股本，但是在一场高尔夫比赛后，经过亨氏的 CEO，弗兰克·奥尔森（Frank Olson）的劝说，他没有那样做。

期 权

在许多场合，巴菲特表达了他对那些派生证券的鄙弃，比如对期货和有买卖特权的契约。因为这些证券都是在与市场短期内的价格变动打赌，这与其说是投资，不如说是一种连赌博都不如的行为。举个例子来说，一个投资者使用或要求某种期权，他是根据近期股市的走势打的赌，是通过市场的杠杆调节获得更多的利润，而不是建立在对所有数据分析基础之上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举个例子，如果一个投资者认为美国在线公司的股票将要上涨，股票目前价位是50美元，他就会购买结算价格为50美元的期权，即无论美国在线价格水平如何变动，他都有权利在期权到期之前以50美元的价格从期权出售者手里购买股票。如果我们说这个投资者使用期权的费用是5美元，那么他全部的额外支出就是500美元（每一个协约可以购买100股股票），这些钱他是无法重新得到的。

如果美国在线公司的股票在合同期满时上涨到55美元以上（50美元的结算价格加上5美元的费用支出），这个合同就会赚钱。也许股票的价格涨到60美元，那么这种期权的价值就是10美元（60美元减去50美元的结算价格），这是投资者本金的两倍。在70美元的价位上，期权的价值是20美元。股票16.6%的增长率使得期权的价值成倍增加。

一个使用期权的投资者的意图却是与此相反的。他不想获得那种在未来某个固定价位上购买股票的权利，他要得到的是在将来某个时候，以锁定的高于目前的价格卖掉手里的股票的权利。由于使用这种权利出售股票只需付很少的费用，所以即使股票下跌得很厉害，甚至支出的费用还要低，他仍然能够获得利润。

如果巴菲特真的涉足期权交易，很少有人会怀疑他会取得成功，他是那样从容地处理交易业务。他曾经承认自己与可口可乐公司签署了使用期权的协议；那个时候他设想要在软饮料公司投下更大的赌注。这个事情发生在1993年4月，当时可口可乐公司的股票在每股39美元左右徘徊（在分裂之前）。巴菲特本想再购买可口可乐公司几百万美元的股票（他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经持有价值 9340 万美元的股份)，但是他害怕这些股票会进行重组，从而难以控制。他在 35 美元的价位上签署了 500 万股股票的期权。巴菲特费用支出总额为 750 万美元（每一股的期权费用是 1.5 美元)。

通过运用期权，巴菲特试图在低价位上得到可口可乐公司更多的股票，在这个过程中，他就可以用得到的一部分费用去支付它在购买股票时的支出。这种运作方式确实是有效的。如果可口可乐公司的股票在期权到期前破产，那些股票的持有者将会把股票转给巴菲特，迫使他从他们手里以每股 33.5 美元的市场价格购买 500 万股可口可乐公司的股票（35 美元的结算价格减去 1.5 美元的费用支出)。这对巴菲特是求之不得的，因为他本来就想尽办法要得到股票，并且希望当他们购买时股票的价格下跌。

但是，如果可口可乐公司的股票上涨，那么这些购买者将会使得期权到期变得毫无价值。虽然没有股票的换手，但是巴菲特也将会得到了 750 万美元的费用，事实也正是如此。股票的价格超出了巴菲特想要购买时的价位，他带着 750 万美元退出了交易，而且他知道他并没有为可口可乐公司的股票支付高价。

巴菲特不得不等待来年的机会再一次购买可口可乐公司的股票。1994 年，他把持有股票的数量从 9340 万股增加到 1 亿股，这些股票在 1996 年拆分成 2 亿股。这一次，也是惟一的一次，媒体对巴菲特对期权的使用进行了报道，虽然在他的职业生涯中他已经无数次地运用了期权。这似乎是他通过在他自己购买之前出卖使用期权而阻止了未来某一时间对股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的购买。这使他能够把费用限定在一定范围之内，从而有机会去买他喜爱的那些正处于下滑趋势的股票。用数学语言来讲，在尽力购买可口可乐公司股票过程中，期权的运用对像巴菲特这样的利润追求者来说代表了一个双赢的情况。因此，学习巴菲特在选购新股时运用的这种方法，也没有什么可奇怪的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18

CHAPTER

沃伦的秘密武器

套利

由于巴菲特的早期生涯笼罩着某种神秘色彩以及新闻界对他的较少注意，几乎没有人明白这个来自奥马哈的、理着寸头、喜欢恶作剧的家伙究竟是怎样屡次击败道·琼斯工业平均指数的呢？当然，巴菲特在格雷厄姆投资学校的同窗好友们知道，股市是可以战胜的；不仅仅是因为格雷厄姆这样说过，还因为他们中的一些人正在用他们的投资证明着这一点。但是对于外部的世界，他们恪守着在商业学校中盛行的“有效市场”的教条，只能把巴菲特年复一年的成功归结为运气。似乎他们都暗自希望这个内布拉斯加的神童

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有朝一日会一败涂地——市场的不可战胜性应验。

但是，这些并没有发生。巴菲特不仅持续地战胜了主要的市场指数，而且到目前为止，他几乎没有遭受到在整个年度中的跌落。这第二个成就才是最值得称道的。统计数据表明，对于任何一个投资者，在几十年间买卖了数百手股票，尤其是置身于近期变幻莫测的股票市场中，他会百分之百地遭受到某些年度性的损失。有理由这样说，无论怎样挑选你的投资组合，利润总是会受到来自投资者自身无法控制的因素的影响。在 1987 年 10 月 19 日，当道·琼斯工业指数暴跌了 508 点时，97%的股票价格都下降了。或许只有千分之一的普通投资者在那一天赚到了钱；或许只有十分之一的投资者在整个年度中赚了钱。

由于市场一般每隔大概 4 年就要大幅下落一次，一个典型的投资期在 40 年里可以预期将会面临 10 年期的损失。一个伟大的投资者或许可以把遭受损失的年份降至 5 年或 6 年。巴菲特的记分牌显示，他已经连续 35 年使伯克夏·哈撒韦的账面价值得到增长。仅在 4 年里，标准－普尔 500 指数超过了巴菲特股票价值的增长。这相当于高尔夫球手连续 40 年打出规定杆数或更好的成绩。

通过 3 种方式，投资者可以获得一个没有风险的、长期的盈利记录：

1. 购买短期国库券或债券，并持有它们直到期满，因此可以获得 4%～6%的年平均利润。
2. 通过购买财产做个人市场领域的投资，这些财产应当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持续产生更高的利润并且每年都能卖到一个更好的价格。

3. 持有公开上市的证券，并且使你的资产组合具有某种不寻常的“保赢”的特性以便最大限度地降低价格波动造成的影响。

通过并购套利使小利源源不断

从他一涉足投资管理领域，巴菲特就广泛地运用并购套利来保证他的资产组合获得积极的效果。在股市低迷的年份里，套利活动使巴菲特的表现得到提升并使他获得了良好的收益。在股市走强时，巴菲特利用购并的盈利机会使收益超出了那些股指的收益。1926 年到 1956 年之间，在格雷厄姆—纽曼，巴菲特的恩师本杰明·格雷厄姆把套利作为他的教学及投资管理活动的基石来看待。格雷厄姆告诉他的客户们，他们的一部分资金将被用于短期盈利，以获取某些非理性的差价。这些短期盈利机会包括重组、清算、涉及可转换债券及优先股的套期保值以及购并。

在格雷厄姆早期的投资活动中，有一个套利行为的经营范例，在 1915 年，当时他 21 岁，他买入了古根海姆公司的股份，这是一家控股公司，每股价值为 69 美元。古根海姆在 4 家铜矿公司中拥有小部分股份，这 4 家公司是凯尼科特公司、奇诺铜业公司、美国冶炼公司以及雷氏联合公司。古根海姆合计的股份超过了每股 76 美元。因此，在账面上，一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者仅以69美元的价格就获得了价值76美元的资产。格雷厄姆认为，这种情况不可能无限期地保持下去。因为古根海姆的股价必定要涨到至少76美元，这就使他有十足的把握赚取每股7美元的利润。

在严格的意义上，套利这个词是指在两个不同的市场上同时买入和卖出一种证券（或者相关的证券）以获得非理性的差价。例如，如果惠普的股票在纽约股票交易所卖到80美元，而在太平洋股票交易所卖到82美元。一个套利者就会在纽约买入可能买入的所有惠普股票，然后在太平洋股市上将其卖出。这样每次就必保赚得两美元的利润。问题在于这些机会从它们出现开始不会持续得太久。在纽约对惠普股票进行有计划地大量收购会抬高市场价格，而同时发生的在太平洋交易所的抛售将会使惠普股票的价格下落，两个股市的价格会很快地恢复平衡。

并购套利的运作方法也基本一致。实际上，你是在试图获得股票的市场价格与交易的市场价格之间的差价。交易价格就是一个公司并购另一个公司时支付的价格。例如，默克公司或许会以每股85美元的价格买入辉瑞公司。如果辉瑞的市价比如说为80美元。那么一个投资者就可以买入辉瑞的股票，并一直持有到交易达成时再卖给默克公司。这样他就会锁定一个5美元的利润。5美元的利润表示你的80美元的投资带来了6.25%的收益。如果辉瑞的股价跌到80美元以下，潜在的收益就更高了。

并购套利的妙处在于可以使你的年收益最大化并使你的损失降到最小程度。公司通常会封锁何时达成交易的信息，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这对你的收益将会产生重大影响。在默克公司的例子中，5美元的利润意味着12.9%的年收益，如果交易恰好在你购买后的6个月内完成。如果交易在4个月内进行，你的年收益将超过20%。这是相当吸引人的。一旦交易结束从默克公司收回了资金，你就可以把收入投入到能够产生类似盈利机会的另一笔交易中。

如果每一笔交易都对你有利的话，把一连串的套利交易汇集在一起，投资者就可以把收益率较低的每一笔交易最终变成一个获利丰厚的年收益。如果你能够在3个月内完成的一系列连续交易中使收益率达到10%，假定你把此前的每一笔交易的利润都进行再投资，那么你的复利收益在整个年度将达到惊人的46.4%。

表 18.1 一笔套利交易的复利年收益

	直到交易结束			
Discount(%)	1个月	2个月	3个月	6个月
2	26.8%	12.6%	8.2%	4.0%
3	42.6	19.4	12.6	6.1
4	60.1	26.5	17.0	8.2
5	79.6	34.0	21.6	10.3
6	101.2	41.9	26.2	12.4
7	125.2	50.1	31.1	14.5
8	151.8	58.7	36.0	16.6
9	181.3	67.7	41.2	18.8
10	213.8	77.2	46.4	21.0
11	249.8	87.0	51.8	23.2
12	289.6	97.4	57.4	25.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

		直到交易结束		
13	333.5	108.2	63.0	27.7
14	381.8	119.5	68.9	30.0
15	435.0	131.3	74.9	32.3

这样的机会并不少见，在华尔街每天公布的 10～20 项购并中，其中一些就蕴藏着惊人的获得机会，等待着具有慧眼的投资者们来发现它们。巴菲特在谈到他的套利交易时显得有些谨慎，只是说他在做（尤其是在他找不到什么好的业务时）并将继续做下去，以及到目前为止做得还不错。

“（我们）有时把从事套利交易作为持有短期货币市场证券的一种替代，”他在 1988 年对股东们做的年度报告中这样写道，“当然，我们会优先考虑做一些重要的长期交易。但是除了这些好的交易之外，我们经常还有一些剩余的资金。在这样的情况下，套利交易经常会获得高于国库券的收益。并且，同样重要的是，这可以使我们克服降低长期投资收益标准的念头（每当我们谈论完一笔套利交易之后，查理的结束语往往是这样的：好吧，至少这可以使你免得做牢）。”

应该说，为了获取（但是采用了非法的手段）巴菲特通过合法的并购套利就能取得的收益，不少投资顾问们以身试法。巴菲特写到，在 1926 年到 1956 年期间，格雷厄姆通过套利交易获得了 20% 的年收益，这个结果超过了道·琼斯工业股票的收益。在 1988 年，巴菲特宣布他自己来自于套利的收益到目前为止平均已经远远超过格雷厄姆的 20% 水平。

在 50 年代和 60 年代管理他的私人合伙事务期间，巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特曾数十次投资于套利交易，他意识到了通过把收益率较低的交易汇集在一起就有可能产生丰厚的收益。最重要的是，巴菲特似乎是通过套利交易来使他的客户们的资产免受股市变幻的冲击。通过把客户们的部分资本投入到并购套利交易之中，他获取了非凡的收益，而且不必担心股市的整体走势，巴菲特通过套利交易可以确保股东价值得到提高或者至少不下降。

由于确保了相当部分的客户投资免受风险，巴菲特就可以把他们其余持有的股份集中投入到少数几种股票之中。1960年2月他给客户们写道，他们35%的资金被投入到一种股票中（他拒绝说出是哪一种）；其余的资金被投入到某些被低估的股票以及并购套利交易中。“在可能的范围内，我将继续投资于某些交易，这种交易至少会部分地免除股市整体走势所带来的影响。”

总的来看，并购套利构成了巴菲特合伙资产的第二大要素。巴菲特很少告知投资者们他正在操作的套利交易的具体形式，但是他会公开他正在运作的交易的规模以及他采取融资手段来进行某些交易。

在任何时候，我们都或许会涉及10～15项此类交易；一些可能刚刚开始运作，而另一些可能已到了交易过程的最后阶段。我确信通过融资来弥补我们的一部分套利资产是可行的。因为在涉及最终效果和交易过程中市场走势方面，这种行为都具有很高的可靠性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1999年的伯克夏·哈撒韦年会上，巴菲特被问道，如果他以一个初出茅庐的合伙人身份重新开始他的事业，他能否确信会在股市中继续胜出。巴菲特自信地说，他可以做到。他会选择交易那些不知名的股票并且从事套利交易。他对听众们说，他可以想出十几个人（包括他自己）可以使100万美元的投资获得每年50%的复利收益。

巴菲特把套利同其他大多数交易一样看做是一种数学练习。这里的潜在结果是投资的“加权期望收益”，把风险的上限和下限考虑在内。“如果我认为事件发生的概率为90%，并且作为上限的取值为3点；而事件不发生的概率为10%，作为下限的取值为9点，那么用2.7美元减去0.9美元，就可以得到数学期望为1.8美元，”巴菲特在1990年这样说道。

例如，假定人民软件被收购者报价每股20美元，而股票的市价为17美元——相对于交易价格有一个3点的折扣。运用巴菲特的分析，我们进一步假设交易成功的概率为90%（可以赚3美元），如果交易失败潜在的损失为9美元，那么加权期望收益为1.8美元［（0.9×3美元）－（0.1×9美元）］。这表示17美元的投资可能获得10.6%的收益率。如果交易在一年内完成，你的年收益率就是10.6%。如果只需6个月完成，年收益率就达到了22.3%（1.106×1.106）。

做并购套利取得两位数的短期收益是常见的事。1999年4月，全球交互公司向边缘公司发出了接管报价，希望将其电信业务扩展到整个大陆。在交易结束时，Frontier的股东们将得到价值62美元的全球交互公司股票作为交换。然而，Frontier的市值通常低于62美元价格的10%～20%。交易者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们对并购失败的焦虑超过了在全球交互公司保证下的交易的吸引力。并购在 1999 年 9 月成功地达成了，那些在 Frontier 股票周期性波动中占尽先机的投资者们锁定了 3 位数的年收益。

正是在这些非理性的交易时期，像巴菲特这样的投资者们才开始介入。敏锐的投资者始终在注视着事物的发展动态，他们能够快速进入，以 45 美元的价格买入 Frontier 股票，并在 3～4 个月之内锁定潜在的 17 美元收益。这意味着 45 美元的投资将得到 38%的收益。而且根据交易结束的时间不同，年收益率将达到 102%～262%。

1999 年 5 月，在收到了来自纽荷兰 NV 公司每股 55 美元的接管报价后，Case 的股价也同样表现出了非理性的变动。两个月之后，在互联网的聊天室中谣言四起，散布交易即将告吹，Case 的股票猛跌至 44 美元。这对于精明的投资者来说就出现了以 44 美元的投资锁定 11 美元收益的良机——对于愿意等上短短几个月到交易达成的投资者们来说是一个 25%的收益。

经验表明，大多数并购交易都充满了非理性成分。在发布消息的当日，目标公司的股票通常会迅速上涨，可以达到低于报价的 4%～6%的水平。在随后的几天或几周内，股票价格有可能重新回落，因为许多家庭投资者会沉不住气，决定不再待售股份，而是取得眼前利益。他们的抛售为巴菲特渴望的高收益带来了机会。一定要记住，股价并不需要多大回落就可以使一项套利交易获利丰厚。如果 Z 公司想以每股 20 美元的现金价格买入 Y 公司，Y 公司的市值为 19 美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么你的潜在收益仅为 5.3%。如果 Y 公司的股票仅仅下降 50 美分而达到 18.5 美元，那么套利利润就增至 8.3%。如果交易在 3 个月之内结束，你的年收益率就将达到 37.6%。

1990 年，《福布斯》杂志发掘出了伯克夏·哈撒韦的保险子公司向州管理部门呈报的财务档案，试图全面掌握巴菲特每年的套利活动。他们搜寻保险记录是因为伯克夏的保险公司为巴菲特提供了进行新投资所需的大部分资金。例如，《福布斯》发现，在 1987 年巴菲特从事了大量并购套利交易，使伯克夏的投资组合在高度变化的市场上保持了增长。有趣的是，巴菲特大幅度地削减了在伯克夏的资产组合中持有的普通股票的数量。因此，当普通投资者们在普通股票上赔钱时，巴菲特却主要仰仗非常规的投资来保持盈利。那一年，巴菲特从事的并购套利交易涉及卡夫、RJR－纳贝斯克以及菲利普·莫里斯，还有那些不太知名的公司如玛利恩中央公司、Fedrated 以及英特科公司。他在 10 天之内把购买 Southland 的 270 万美元变成了 330 万美元，年收益率超过了 700%。在总体水平上，《福布斯》估计巴菲特的套利交易在 1987 年的平均收益率达到了 90%，而标准－普尔 500 指数收益率仅为 5%。

在 1988 年，巴菲特共进行了 20 次不同的购并套利交易，收益率达到 35%，超过了标准－普尔 500 指数收益的两倍。在随后的一年里，巴菲特却没有像《福布斯》杂志所报告的那样幸运。在购并套利中，他损失了 31%。他没有向股东们透露这些损失。但是却在前一年告知他们他计划在 1989 年减少套利投资，因为在并购领域出现了“极度的过剩”，“别人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做事越不谨慎，我们自己做事就应当越谨慎。”他写道。尽管如此，巴菲特在那一年还是把他在RJR-纳贝斯克中的部分套利投资转让给了证券经纪商科博·卡利·罗塞特公司，并在市场上售出他的其余股份，获得了6400万美元利润。

罗克伍德公司可可豆的宝藏

在1954年，这是他为格雷厄姆工作的第一年，巴菲特做了一次较之他运作过的大量套利活动更为“非常的”交易，也是他愿意公开谈论的少数几次交易之一。罗克伍德公司是一家利润微薄的巧克力制造商，正当它的经济处于很拮据的状态时，可可豆的价格突然上涨了10倍。公司想抛出它的库存获取利润，但是问题在于罗克伍德公司将面临着一个接近50%的销售收入所得税。

幸运的是，就在那一年，国内收入署允许公司在销售其库存时进行避税，如果它们把原料出售给股东作为企业重组的一部分。利用规则变化带来的好处，罗克伍德公司宣布将出售它的可可油工厂并且提供1300万磅可可豆来充实工厂的库存。作为交易的一部分，罗克伍德公司宣布它将回购股东们的股票，向他们每股支付80磅可可豆。由于可可豆的售价为每磅80美分，罗克伍德公司的股票回购价格实际上为每股48美元。就在消息公布之前，罗克伍德公司的股票价格仅为15美元。

巴菲特抓住了这一机遇。他在公开市场上买入罗克伍德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的股票，再将股票卖给罗克伍德公司，然后卖掉交换来的可可豆。并用所得的收入去买入更多的罗克伍德公司股票。这使得巴菲特持续获利，直到可可豆与罗克伍德公司股票之间的价格差距不复存在。“在几周之内，我忙着买股票，卖可可豆，并且定期到 Schroeder 信托银行把股权证换为仓库提单，利润很丰厚，我惟一的花费就是购买地铁票。”巴菲特说到。

阿卡塔公司

1981 年 9 月，并购经纪商科博·卡利·罗塞特公司（KKR）报盘收购阿卡塔公司的全部资产，这是一家造纸、印刷及林木产品企业。当时，阿卡塔公司与联邦政府之间就其土地定价问题发生了争议。政府于 1978 年征用了阿卡塔公司的 10700 英亩林地来扩大红木（国家公园）。作为补偿，政府向阿卡塔公司支付了 9790 万美元，公司认为这并不足以补偿损失。这场纠纷使 KKR 的并购变得复杂起来，最后，KKR 同意支付给阿卡塔公司每股 37 美元的价格并返还政府对林地增加支付的任何金额的 2/3。

“我们必须搞清楚一旦 KKR 的交易失败会产生什么样的后果，并且即使发生这样的情况我们仍然能够得到一个比较理想的结果。”巴菲特在事隔几年后这样写道。“阿卡塔公司的管理者和董事们为出售公司已经运作了很长一段时间，出售是很确定的。如果 KKR 放弃了它，阿卡塔公司很可能会寻找另外的买家。当然价格可能会低些。最后，我们要搞清楚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

红木（国家公园）的要价是否可能是合理的。作为老板，连榆树和橡树都分不清，不必为此费心：你可以在零与一个相当大的数值之间为其定价。”巴菲特说。

交易预计在1982年2月达成，巴菲特在33.5～38美元的价位之间买入了65.5万股，此后，人们一直认为他将得到每股最低37美元的价格外加政府在未来所做的任何一份支付。当KKR领导者们对木材工业的前景表示出担忧的时候，交易遇到了麻烦，批准交易的表决被推迟了好几个月。最终，KKR同意支付每股37.5美元的价格，这使巴菲特在6个月内获得了170万美元的利润。

5年之后，一位承审法官判定联邦政府为红木（国家公园）的土地向阿卡塔公司支付了过低的价格。命令政府追加支付5190万美元。“我们每股又获得了额外29.48美元的价格，或者是大约1930万美元的利润。”巴菲特这样说到。

MGI 地产

在短期内获取小利是不可忽视的。如果小利能够吸引像巴菲特这样腰缠万贯的人，那么它也应该同样吸引你。例如1999年早期，巴菲特透露他正在MGI地产上建仓，这是一家房地产信托投资公司（REIT），它的资产组合包括写字楼和公寓建筑群。传媒立即猜测巴菲特的目标已经转向房地产信托投资。这是一个已经失宠的行业，股票的平均收益仅比30年期国债高出3个百分点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恰恰相反，对 MGI 的投资是典型的巴菲特式并购套利交易。1998 年 10 月，MGI 的董理批准了出售全部房地产资产组合的计划，并且作为一项特别的红利将收益返还给股东们。他们预计房地产出售价格每股为 29~30 美元。当消息公布时，股票的售价大约为 24 美元。当 MGI 开始策划出售时，很明显交易成功的机会为 100%。此时，为投资者获取 29~30 美元的价格只是一个时间长短的问题。巴菲特开始大量买入 MGI 股票，即使在股价已经逐渐接近 29 美元时也继续收购。他投入了超过 5000 万美元的资本。以期每股平均盈利 1~3 美元。

数学又一次为巴菲特作了决策。交易失败的可能性不存在，对于投资者来说风险为零。事实上，MGI 的出售计划进行得很平稳——到 1999 年 5 月公司售出了 80%以上的写字楼股份。此时巴菲特正在热买它的股票，如果他每股支付的平均价格为 27.50 美元，而交易价格为 30 美元，他在几个月之内就将获取 10.9%的可靠收益。

在 MGI 的交易中，投资者们或许会感到奇怪的是，巴菲特用他的个人专用账户而不是通过伯克夏·哈撒韦来买入这些股份。可以这么说，除了他的伯克夏股票，巴菲特还划拨出相当数量的资产，作为他的“运作”资金。在他买入 MGI 的股份时，他的伯克夏股票市值达到大约 380 亿美元。于是产生了这样一个疑问：为什么巴菲特会费心接手一笔最多只能使其净值增加几百万美元的折现套利交易呢？这又一次证实了不管收益多么小，巴菲特不会放过任何一个能够获取可靠收益的机会。这个事例表明，不管巴菲特变得多么富有，只要机会存在，巴菲特不会错过任何哪怕是赚取几个百分点利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润的机会。

通用动力

一项使巴菲特获利最丰厚的投资（以单个美元计算）来自于一笔点石成金的普通套利交易。1992年6月，国防承包商通用动力公司正在进行重组，它宣布将通过荷兰式拍卖以每股65.37～72.25美元的价格回购30%的股份（通用动力的股票已经进行了两次一拆二）。在此前的数月，公司已经出售了它的3个非军工项目企业（数据系统公司、塞斯纳飞行制造公司，以及赫吉斯飞行制造公司），取得了12.5亿美元的收入。由于美国军队正在逐步缩减开支并减少了承包商的订单，通用动力公司不再把12.5亿美元收入再投入到公司。取而代之，它采取了一个大胆的行动，减少了流通股的数量并大幅度地提高那些不转让股份的投资者们的每股收益。

巴菲特感觉到了赚取几美元利润的机会，通过伯克夏·哈撒韦，以平均72美元的价格（拆分后为18美元）收购了430万股通用动力的股份。“在去年夏天以前我几乎没有注意过那家公司，直到它宣布将回购大约30%的股份。”巴菲特在1992年度报告写道，“发现了一个套利机会以后，我开始为伯克夏买入股票，期望转让我们的持股来获取小的利润。”

就在买入股份之后，巴菲特开始研究通用动力，并且发现了首席执行官威廉·安德斯正在进行的独特的经营转型。安德斯通过解雇数千名雇员、关闭生产线以及削减研究及发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费用等手段，使公司的运营成本降低了数千万美元。在公司宣布拍卖以前，通用动力的股价已经超出了底线的两倍，然而它的股价仍然低于公司的账面价值，这一点引起了巴菲特的注意。

巴菲特质并没有出售他的430万股份，而是继续持有，他相信这支股票具有进一步上涨的潜力。在随后的5年，巴菲特继续持有的股票的价格几乎翻了4番。此外，通用动力在1993年宣布派发3种特别红利，每股达到50美元（拆分后为12.5美元）。巴菲特买入的430万股在拆分后将变成1720万股。但是在1994年4月，他卖掉了20%的股份。在8月份卖掉了另外14%的股份。在随后的两年里，他又处理了其他20%的股份。

到1998年，伯克夏·哈撒韦共持有通用动力股份7,693,637股，其市值在某一时刻达到了5.3亿美元。巴菲特获得的每股50美元的红利加上他的税前利润，包括1994年到1997年之间出售股份的利润，到1999年中期，估计总额达到了4.5亿美元，“我们是幸运的。”巴菲特在事后承认。

在你的资产组合中加入套利投资

如果投资者希望增加他们的投资组合的年度收益，就应当把并购套利提到议事日程上来。像巴菲特那样把投资组合的一部分预留出来用于套利交易，就可以潜在地使你的年收益增加几个百分点。表18.2显示了，一个投资者每年预留出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合的25%用于从事并购套利交易。假定投资者在并购套利中可以获取20%的年度收益。投资组合的其余部分（75%）被投资于标准－普尔500种股票中。

从1960年的10000元投资开始，到1998年末投资者将会使他或她的资产组合价值增加到1,774,802美元。这是一个每年高达14.6%的复利收益。与此相比，百分之百地将资产组合投资于标准－普尔500种股票的投资者，他的10000美元投资仅增长到817,402美元，不足前者的一半。其复利收益为12.3%。

表18.2　套利将会如何增加投资道指的收益

	道指	道指＋50%套利	道指＋50%保证金套利	巴菲特
1957	－8.4%	5.8%	8.7%	**10.4%**
1958	38.5%	29.3%	43.9%	**40.9%**
1959	20.0%	20.0%	30.0%	**35.9%**
1960	－6.2%	6.9%	10.4%	**22.8%**
1961	22.4%	21.2%	31.8%	**45.9%**
1962	－7.6%	6.2%	9.3%	**13.9%**
1963	20.6%	20.3%	30.5%	**38.7%**
1964	18.7%	19.4%	29.0%	**27.8%**
1965	14.2%	17.1%	25.7%	**47.2%**
1966	－15.6%	2.2%	3.3%	**20.4%**
1967	19.3%	19.7%	29.5%	**35.9%**
1968	7.7%	13.9%	20.8%	**58.8%**
1969	－11.6%	4.2%	6.3%	**6.8%**
年收益	**7.4%**	**14.0%**	**20.9%**	**29.5%**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使你的收益每年增加2.3个百分点就使你大大降低了年度亏损的可能性。在表18.2的例子中，把所有资金全部投入到标准－普尔500种股票的投资者，在设定的38个年份中遭遇到了8次年度亏损。将资产组合的25%投资于套利交易的投资者，在38年中仅有5次年度亏损。并且自1975年起整整24年的时间内，没有发生年度亏损。

在账面上，年收益增加2.3个百分点似乎并不多，但是，年复一年地按复利计算，2.3个百分点会产生一个显著的、不断增长的效果。随着套利能力的不断提高，这种效果也会越来越显著。如果一个投资者在每年套利交易中平均获得25%的收益，那么到1998年，10000美元的投资组合将会增长到271,9955美元，相当于15.9%的复利收益。

就像我先前提到的那样，巴菲特正在将其客户投资组合中相当大一部分投资于并购套利，并且在融资购买股份。融资套利大大提高了他的收益。合伙业务能够击败道·琼斯平均工业指数并不奇怪。在表18.2中，我们可以看到道·琼斯工业指数的收益本来可以如何增长的。如果一位投资经理把资产组合的一半投资于指数，而将另外一半投资于套利交易，那么就可以获得20%的年收益。在第三栏里，假定投资经理用保证金来购买套利证券。你可以看到，一旦借款收购，收益就会与巴菲特的所得相当接近。

如果这样的收益是可能的，那么为什么不更多地从事套利交易呢？坦率地说，大多数投资者都被教导要通过股票的不断上涨来获取20%～30%的年收益。因此他们感到每次仅赚取少数几个百分点的利润很可笑。他们没有意识到，把这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些小利汇集在一起就可能使年收益超过主要的市场指数。

表 18.3 套利如何增加盈利

	标准－普尔 500 投资组合		25%的套利组合*	
		$ 10,000		**$ 10,000**
1960	0.5%	$ 10,050	5.4%	$ 10,538
1961	26.9%	$ 12,753	25.2%	$ 13,190
1962	－8.7%	$ 11,644	－1.5%	$ 12,989
1963	22.8%	$ 14,299	22.1%	$ 15,860
1964	16.5%	$ 16,658	17.4%	$ 18,615
1965	12.5%	$ 18,740	14.4%	$ 21,291
1966	－10.1%	$ 16,847	－2.6%	$ 20,743
1967	24.0%	$ 20,891	23.0%	$ 25,514
1968	11.1%	$ 23,210	13.3%	$ 28,914
1969	－8.5%	$ 21,237	－1.4%	$ 28,516
1970	4.0%	$ 22,086	8.0%	$ 30,798
1971	14.3%	$ 25,245	15.7%	$ 35,640
1972	19.0%	$ 30,041	19.3%	$ 42,501
1973	－14.7%	$ 25,625	－6.0%	$ 39,940
1974	－26.5%	$ 18,835	－14.9%	$ 33,999
1975	37.2%	$ 25,841	32.9%	$ 45,185
1976	23.8%	$ 31,991	22.9%	$ 55,510
1977	－7.2%	$ 29,688	－0.4%	$ 55,288
1978	6.6%	$ 31,647	10.0%	$ 60,789
1979	18.4%	$ 37,470	18.8%	$ 72,217
1980	32.4%	$ 49,611	29.3%	$ 93,377
1981	－4.9%	$ 47,180	1.3%	$ 94,614
1982	21.4%	$ 57,276	21.1%	$ 114,531
1983	22.5%	$ 70,163	21.9%	$ 139,584

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	标准-普尔500投资组合		25%的套利组合*	
1984	6.3%	$ 74,584	9.7%	$ 153,159
1985	32.2%	$ 98,599	29.2%	$ 197,805
1986	18.5%	$ 116,840	18.9%	$ 235,140
1987	5.2%	$ 122,916	8.9%	$ 256,068
1988	16.8%	$ 143,566	17.6%	$ 301,136
1989	31.5%	$ 188,789	28.6%	$ 387,336
1990	-3.2%	$ 182,748	2.6%	$ 397,406
1991	30.2%	$ 238,303	27.8%	$ 507,885
1992	7.7%	$ 256,653	10.8%	$ 562,610
1993	9.9%	$ 282,061	12.4%	$ 632,514
1994	1.3%	$ 285,728	6.0%	$ 670,307
1995	37.5%	$ 392,876	33.1%	$ 892,346
1996	23.0%	$ 483,238	22.3%	$ 1,090,893
1997	33.4%	$ 644,639	30.1%	$ 1,418,707
1998	26.8%	$ 817,402	25.1%	$ 1,774,802
Return	12.3%		14.6%	

*假定套利的年收益率为20%

巴菲特的行为并不孤独。全世界有数百位专业投资者对涉及并购的股票进行着即时的投机。他们几乎不做别的事情，只是坐在终端前面收看宣布并购消息的有线新闻。每当一条消息在屏幕上闪过，他们马上会对交易进行即时分析，形成战略并采取行动。根据目标的不同，他们或者会在数小时、或者数天内结束交易。一些投资者则会持有他们的股份直至并购达成，再收回资金或者股份。

然而，一切迹象表明，没有任何人能够像巴菲特那样成功地在交易中获利，因为他只从事“稳操胜券”的交易，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种交易在现在所宣布的并购中变得越来越少。巴菲特同样也具有极大的耐心。“投机者们”则需要通过交易来证明自己的存在。他们一般倾向于以最快的速度对尽可能多的交易做出反应，有时会在公司发布全部的并购细节之前就开始行动。然而巴菲特会在每年宣布的数百项并购中精挑细选出少数几项交易。他更有可能会对交易进行彻底的研究，并等待目标股票暂时回落来锁定可靠的高收益。

巴菲特与其他“投机”专家们的区别还在于，他几乎总是以普通持股者的身份出现。他总是在并购宣布后才进行交易。而不是运用他的影响及财力来迫使交易发生（在20世纪80年代这是套利商们的典型做法）。他也决不会投资于虚假并购。巴菲特的主要目标是从差价中获取利润，而不是为了控制公司并强制经营转换。他对获取资产以进行拆分也不感兴趣。他认为，他的角色只是在利用这些交易所体现的诱人的数学运算方法。交易本身与巴菲特毫无关系，因为他很少关心他所交易的公司。他只是在搜寻不同寻常的获利机会，并猛扑过去。

那些试图证明在股市中可以稳操胜券的投资者们，只需察看巴菲特及格雷厄姆始于20年代的惊人的套利记录就足够了。在巴菲特的案例中，很明显，推动其年收益超出一个老练的投资者预期水平的一个至关重要的因素就是并购套利，事情就是这样简单，也是最值得称道的：“实际上，任何投资者都可以通过套利活动获取类似的、能够在股市中胜出的收益。”巴菲特在其1982年度报告中这样说道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我看来，格雷厄姆—纽曼公司、巴菲特合伙业务以及伯克夏连续63年的套利经验表明，“有效的市场理论是多么的愚蠢，少数的几个幸运的例子并不能够改变这样的结论，我们不必去发掘那些令人困惑的事实或者挖空心思地去探究有关产品与管理的奥秘——我们只是去做那些一目了然的事情。”

从事套利交易的原则

投资于“现价”交易而不是“股权交易”，并且只有在消息正式公布后才进行交易。一个现金形式的50美元报价是应当优先考虑的。因为这时交易具有固定的交换比率。这就可以限定目标股票下降的可能。一定要避免有可能使你的最终收益低于原始报价的交易。假定一家股票市值为50美元的公司准备交付1.5份股票。如果到交易结束时股价降到30美元，那么你最终只能得到45美元。

确定你的预期收益率的下限。在介入一次并购交易之前，要计算出潜在的利润和亏损以及它们各自发生的概率。然后确定完成交易所需要的时间以及你的潜在的年度收益。避免那些无法提供20%～30%或者更高年度收益的交易。

确保交易最终能够达成。如果交易失败，目标股票的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格就会突然下降。许多因素都可以使交易告吹：这些因素包括政府的反垄断干预，收购商的股票价格突然下跌，决策者们在补偿问题上的争执或者任何一家公司的股东们投票否决了并购计划。某些并购，包括那些涉及公用设施或者外国公司的交易，可能要用一年以上的时间才能完成，这就会在相当长的时间内套牢你的资金。

如果你决定介入“股权合并”交易（目标公司的股东接受收购公司的股份），一定要选择那些具有高护价能力的交易。在交易被宣布之后，并购活动应该能够确保目标股票的价格不至于下降。一般来说，收购者会根据自身的股票价格范围提供一个可变动的股份数额。

不要把利润过分寄托在套利交易上。市场一般会对一支股票做出同正确的定价一样多的错误的定价。盲目地选择一桩交易，在长期内可能只会得到一般水平的收益。你必须养成良好习惯，对所有相关的事实进行仔细的研究。当市场价格与并购价格差距很大时，就表明参与者们正在为交易失败感到忧虑。一些人或许已经获悉了有关交易将无法继续进行的信息。

不必担心用保证金来购买套利股份（也就是借钱），如果你能够确信交易必然成功的话。如果你能经常通过融资来收购套利股份，就可以进一步增加投资组合收益。当然，你主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要的风险是，一旦交易失败，你的保证金收购同样会增加你的亏损。但是，如果经纪商的融资利率介于7%～8%之间，而且投资者们发现交易的年收益（当然需要进行风险调整）将远远超过融资利率，那么就应当考虑借钱进行交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5

P A R T

CHICKEN SOUP FOR THE INVESTOR

投资者的营养液

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

19

CHAPTER

巴菲特对培养良好习惯的思索

在丹尼尔·高尔曼的畅销书《情感智力》中，他指出，从起源上说，人类不过是在一万年前才出现的一个生物种，在这短暂的时间里人类仅能勉强地适应所处的环境。恐龙用了1.5亿年时间进化以从身体上和感觉上来适应环境。与此相比，现代人类在地球上才存在了500多代，在如此短暂的时间里，人类所取得的成就还远不足以最大限度地发挥我们自身的潜能。

例如，我们的运动机能——走、跑、控制手指或者搬送东西的能力——与早期人类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所具有的机能几乎没有什么不同。或许在100万年以后，我们每小时可以跑35英里，能以每小时125英里的速度投掷棒球或者能扛起2000磅的负荷。至少在目前，人类必须接受这样的事实，基因构成如此重大的改变不可能在一夜之间发生。出于同样的理由，高尔曼认为人类认识结构的变化也是很微小的。我们推理、表达情感以及决策的能力与早期人类显示出的能力相比也没有多大的不同："塑造我们情感的缓慢的、有意识的进化力量已经持续了100万年，这最后的一万年……在我们的情感生活的模式中仅留下了微小的痕迹"。

金融行为学增长领域中的重要研究者，瑞士信贷第一波士顿银行的米歇尔·默鲍星指出，高尔曼关于认识演进的理论对于投资有着特殊的意义。大多数经济学与金融学领域的重大发展在过去的40年里得到检验、应用以及传播，这在人类的发展历史中仅占五万分之一的时间。

从基因学的角度看，人类创建这些理论的时间还不足以有意识地利用它们来改变自己，并且其中还存在着许多问题。在关于合理利用资本、资产组合多样化或者信息处理方面，学者们在不遗余力地进行说教，但是我们的认识能力（200万年来没有多大提高）始终使我们无法理智地去行动。"如果人类还需要千百万年的时间才能把握我们所处的环境，那么就可以这么说，人类目前还不具备理解如何在资本市场上进行合乎理性的投资的智力基础或背景。"默鲍星说道。

"人类尚不能确定地对风险和回报进行理性的分析，如果遇到一只剑齿虎，我们最好还是逃之夭夭，而不要去考虑这笔有形资产的潜在收益。"意识到我们自身的局限有助于避免

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在股票选择中通常所犯的错误。默鲍星指出，投资者们通常会犯7种判断上的错误：

1. 我们天生就有一种从众的渴望，并且觉得跟随他人即使是犯错误也比自己独辟蹊径更有安全感。
2. 对我们自己的能力过于自信。
3. 我们无法理性地分析各种可能性。
4. 我们易于被谎言所蒙蔽，特别是当这些谎言为亟待解决的问题提供了某种答案。
5. 即使存在着确凿的证据，我们还是愿意依赖我们的“经验法则”。
6. 我们往往忽视了关于机会与可能性的统计规律。
7. 我们相信某些人所具有的天赋（例如，某些成功的股票选择者）可以比较容易地获得。

在投资过程中情绪与习惯是一个至关重要的因素。如果你能够控制非理性行为并把它引向合乎逻辑的思维方式，你就可能成为一名优秀的股票选择者。这就是巴菲特的未解之谜——理性地面对财富。在所有你将了解的人中，巴菲特无疑是具有最完美理性的投资者。当然，他也会时常地犯一些错误，甚至是严重的错误。但是在投资界中，他仍然保持着至高无上的地位。除了枯燥的数学理论之外，主要归功于他控制情绪的能力。

任何人如果要取得巴菲特那样的成就，就必须首先去理解他个人的股票选择习惯。在以下的部分，我要让巴菲特来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发言，引述他及其他金融巨擘们在有关行为与情绪等诸多话题中的观点。

相信你自己的见解，不要轻信他人的建议

你应该有自己的见解。经常令我感到困惑的是，为什么那些高智商的人会盲目地模仿他人。与别人交谈从未使我获得过灵感。

在其他的领域中的专业性工作，比如牙医，会令普通人受益匪浅，但是，从整体上看，我们的金钱从职业投资经理们那里几乎什么也没得到。

相信你的看法和经验，如果你从事实中得出了结论，并且你的判断是可靠的，就据此行动吧——尽管其他人或许会犹豫不决或者另辟蹊径。仅仅因为其他人不同意你的观点并不能表明你是对的还是错的。只要你的数据和推理是对的，那么你就是正确的。同样，在证券界中，除了丰富的知识和可靠的判断以外，勇气是你所拥有的最宝贵的财富。

不要做一个价格接受者或者认为市场永远是正确的

当然，那些被有效市场理论所误导的学生和投资专家们倒是帮了我们和其他格雷厄姆的追随者们一个大忙，在任何一种竞争中——金融的、智力的或者体力的——有这样一帮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学而无术的竞争对手们简直是太有利了。

格雷厄姆的“市场先生”寓言（在附录1中）在今天的投资界中看上去或许有些过时了。现在大多数投资专家和学者们正在谈论有效市场、动态套期保值以及证券风险测度。他们对这些问题的浓厚兴趣令人费解，因为在问题中清晰地隐含着的解决方法较之投资建议提供者更有价值。最后，听听那些名利双收的医生们会建议些什么？——“吃两片阿司匹林吧”。

常识和对业务的了解对于投资活动来说比技术性的规则更为重要

进行成功的投资，你不必掌握证券风险测度、有效市场、现代投资组合理论、期权定价或者新兴市场。事实上，你大概最好对此一无所知。当然，这不会是大多数商业学校的主流观点，它们一般会以此作为金融课程的主要内容。然而，按照我们的观点，投资专业的学生只需学好两门课程——如何给资产定价以及如何看待市场价格。

在我从业的35年中，我没有发现投资领域中存在着某种变化趋势。看来人性中存在着某种异常的东西，就是喜欢把简单的事情搞得复杂。

我是一个比较好的投资者，因为我是一个商人；我是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个比较好的商人，因为我是一个投资者。

我们感激这些学者们：在智力竞赛中——无论是桥牌、象棋还是股票选择——还有什么能比拥有笃信思维是浪费能量的竞争对手更为有利的呢?

不要在意股市每日的波动：它们往往与大局无关

我从未指望在股市中赚钱。我会设想股市在隔天关闭而在5年后开市。

由于种种原因，人们更倾向于以价格变动而不是以价值变动来得出结论。如果你去盲目地做某些事情或者跟随其他人做某些事情，你会发现事与愿违。仅仅因为股价上涨而去购买股票是世界上最愚蠢的事情。

避免依赖预测度日，因为大多数预测是空穴来风，按自己的方式交易永远是正确的

我们根本不会浪费时间来考虑宏观经济因素。换句话说，如果有人用失业率或者利率来对我们所关心的问题做出某种近乎完美的预测，我们将对其视而不见。我们只关注我们真正了解的业务，并且能够接受它们的价格和管理方式。如果我们看到国会正在就某种问题辩论，我们会置之不理。我们认为它们对于我们面临的问题没有任何帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我从不使用预测工具，它们貌似精确。它们越是显得严谨，你就应当越加小心。我们决不会考虑那些预测结果，我们最关心、最需要深入了解的是历史记录。如果一个公司的历史记录很糟糕，但是却有一个很光明的前景，我们将会放弃这种机会。

我们所要做的是确定交易的价格，而不是制定交易的时间表。在我们看来，由于对短期经济走势或者股市走向感到忧虑，而放弃购买某种未来前景可以预知的股份是很愚蠢的。为什么凭借一个无根据的臆测来放弃一个有根据的决定呢？我们在 1967 年购买了国家理赔公司，1972 年购买了 Sees，1977 年购买了布法罗新闻，1983 年购买了内布拉斯加家具店以及在 1986 年购买了 Scott Fetzer。因为在这些年份里它们有很好的表现，而且我们认为价格也是可以接受的。在每一项交易中，我们所考虑的是它们的业绩将会怎样，而不去考虑道·琼斯会怎样，美联储会怎样，或者整体经济会怎样。如果这种方法在整体上是可行的，那么当我们在股市中买入每一项小的、有希望的资产时我们还用得着去瞻前顾后吗？

无数的专家们研究了超购指数、超售指数、落差式样、期权比率、联邦货币供给政策、国外投资、星象运动以及橡树上的苔藓。但是他们无法对市场进行有效的、确定的预测，就像一只榨汁机无法告诉罗马皇帝成吉思汗将在什么时候发动进攻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要记住你正在购买公司资产的一部分，并且想去分享它的财富。不要相信投资就是股权证书不断易手的观点

投资是在资产的有效期内对其收益进行预测的一种行为。……投机是对市场心理进行预测的一种行为。

作为一个投资者，你研究的是资产——在我们的例子中指业务——将会怎样运作。如果你是一个投机者，你主要研究的是独立于商业活动之外的价格会怎样运行。

投资是基于对股价走势的判断。投机者关心的是对股价的波动进行预测并从中渔利。投资者的主要利益在于，以适当的价格买入并持有适当的证券。股价浮动对于投资者是很重要的。因为它们以低价位为你提供买入的机会，反过来用高价位来阻止你的买入。拥有庞大资产组合的投资者应当考虑到价格的波动，既不要为显著的下挫而烦恼，也不要为显著的上行而喜出望外。

我们不需要更多的人在我们国家的股市认同的那些非主流投资工具上下赌注，也不需要更多的来鼓动他们下赌注的经纪人，我们所需要的是关注企业长远发展并进行相应投资的投资者和顾问们。我们需要负责任的、被合理利用的资本，而不需要投机于股市的赌注。同样的人力，使用类似的语言、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在几乎相同的场所进行令人疯狂的赌博，使得资本市场中那些合理的、有益于社会的部分受到了抑制而不是推动。

自负往往会使你在股市中落败

公元前5世纪，德摩斯梯尼指出："只要想到，就能做到。"对于预言家和天才们的自我评价来说这是正常的。正如德摩斯梯尼预言的那样，但是对于普通人来说，这种想法就未免过于乐观了，例如，瑞典的一项周密的调查表明，90%的汽车司机认为他们自己的智力超过了常人。然而，那些成功地卖出了某种东西的人，如投资顾问们，确让瑞典的司机们感到无地自容。实际上，对任何一位投资专家们的公开评价都是他超过了常人，无论是否存在相反的证据。那些聪明的、勤奋的人们也无法克服过于自信所带来的职业性灾难。相信自己具有超常的天分并且身怀绝技，他们往往会在他们自己所选择的更为困难的航程中搁浅。

当然，在思考问题时想得过多也会导致不必要的错误。这听起来令人沮丧。但是任何好的事情都会伴随着某些令人不快的"副作用"，思维也不例外。最好的防御手段就是像那些最杰出的物理学家们所做的那样，他们系统地把自己批判到了极至，诺贝尔得主理查德·费曼描述了这种境界："首要的原则是你不能欺骗你自己，并且设想你自己是一个最容易被人欺骗的人。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让时间成为你的投资组合的天然良友

还存在着另外一种选择：什么也不干。在数年内持有一种好的证券较之积极的交易能取得更好的收益。

即使是最老练、最坚定的投资者也难免受到那些怀疑论者们的影响，他们在出售时机到来之前鼓噪“抛售”。我们都学到过同样的格言：“见利就走”，以及“确定的收益总是强于可能的损失”。但是，如果你发现了一支合适的股票并买入了它，所有的证据都表明它将上涨，所有情况都在朝着你的目标发展，如果你选择把它卖掉，那么显然是一种耻辱。5倍的收益会把10000美元变成50000美元，但是再增加5倍就会使10000美元变成250000美元。投资于一项能够获得25倍收益的资产即便是在基金经理们当中也是极其少见的。对于普通的个人来说，在一生中或许只能碰到一两次，如果你遇到了这样的机会，你最好将其一网打尽。

时间是不良资产的敌人，是优良资产的朋友。如果你拥有一笔股票收益为20%～25%的资产，时间就是你的朋友。如果你投资于一项低收益的资产，那么时间就变成了你的敌人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要陷入过度分析的泥沼，那样会使你犯错误

根据我个人的经验——无论是近些年作为投资者还是在过去的年代作为一个专业的目击者，——很少考虑过超过 3 个或者 4 个的变量。其他的事情都是噪音——马蒂·惠特曼说到。

一个我所知道的最精明的投资者，为我们提供了一个长期投资的光辉范例。他拥有数百种在许多年来一直在小幅增长的证券。他曾经告诉过我，他作为一家股票交易所的注册代理人，在他的一生中，每年从未获得过超过 10000 美元的薪水。而且在开始时，他几乎没有什么启动资本。

他喜欢谈论他的成功。其中有一桩非常引人入胜。在他 20 多岁时，他在一家前景比较模糊的公司里投资了 1400 美元。在此后的 60 年里，经过不断的折分，每股股票变成了 360 股。这时他的 1400 美元已经增值到 2,000,000 美元……他说，他曾经造访过那家公司与管理层进行交谈。他告诉我："看起来他们知道自己正在做些什么。"

证券分析应当简约。如果数据看起来是正确的，并且管理层知道他们正在做什么，为什么还需要一份长达 40 页的报告呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者们应当记住他们的成绩不可能用奥运会跳水比赛的方法来计算：难度系数是不起作用的，如果你选择的一项投资，其价值只取决于惟一的关键性变量，那么它不仅是容易理解的，也是非常可靠的。回报也是一样，就像你对某种具有许多复杂的、不断变化的变量的投资函数做出了正确的分析那样。

股市就像一场不喊好球的棒球比赛。你不必去挥棒击打任何东西——你可以等待理想的投球。问题在于你作为一位投资经理，你的球迷们会不断高呼："快打，你这脓包！"

给资产定价，你需要量力而行

良好的投资并不复杂，尽管也远远不能说它是简单的。一个投资者所需要的就是正确定价经过选择的资产的能力。注意"经过选择的"这个词，你不必成为一个专家了解每一家公司，或者即便是许多公司。你只需在能力所及的范围内能对公司做出评价就可以了。能力范围的大小并不很重要，然而，清楚它的边际却是至关重要的。

作为投资者你的目标应当就是以合理的价格购买一项熟悉的资产从而获取一部分收益。这项资产的盈利在5年、10年甚至20年内将会有一个非常确定的实质性的增长。在经历了一个相当长的时期以后，你会发现没有几家公司能满足这些标准——因此一旦发现了一家符合标准的公司，你就应当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买相当数量的股份。你还必须能够抵制使你背离原则的某些诱惑：如果你不情愿在10年内持有一种股票，那么你就不要考虑哪怕是仅仅持有它们10分钟。

我们所采取的策略可以避免陷入盲目追求多样化的教条。许多权威们因此会说，这样的策略较之更为传统的投资者们所采取的策略必然存在更高的风险。我们相信，投资组合集中化的策略有可能会大大降低风险，如果它可以使你——它也应当可以使你——在某一项投资上集中更高的注意力，并且使你对其经营特征拥有更可靠的了解。

通过股东价值以及维持成本来评估一项资产

有一种奇怪的现象——一个矛盾性命题——就是如果一项投资能获取既定的收益而其他条件不变，那么它占用的资产越少，它的价值就越高。一本会计教科书不会告诉你这些。真正有吸引力的业务是那些不需任何投资就可以运作的业务，因为这意味着投资已经不能使任何其他人介入到这项业务中来。这就是最佳的业务。

如果不需要增加投入任何东西——或者增加很少的投入——就能使你每年获得越来越多的收益，那么这项业务就是非常理想的。我们就拥有类似这样的业务。如果它需要一定的资金投入，但是投资的收益率非常令人满意，那么这项业务也是非常可取的。最糟糕的业务是这样的，它的增长速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度很快，迫使你迅速增加投入以免遭淘汰，并且你投资的回报率异常低下。人们通常会陷入这种业务而本身并不清楚。

不要误导自己相信，其他人愿意为一项资产或者一种产品支付的价格一定具有某种根据。有一天，你会为仅仅建立在感觉上的投资付出高昂的代价

或许法国某个8英亩的小葡萄园生产的葡萄的确是世界上最好的，但是，我总是怀疑其中99%是传言，10%才是用嘴喝出来的。

寻找那些具有可靠价值的公司。它们的表现应当让你一目了然

如果你拥有Sees糖果公司的股票，那么你对着镜子说：“镜子，镜子，我来问你，秋天的糖果可以卖什么价。”镜子说：“更高的价！”那么这就是一项好业务。

对于投资来说，关键的问题不是评价某个行业对社会产生多大的影响，或者它将会增长多少，而是要确定任何一家所选定的公司的竞争优势，以及这种优势的可持续性。最持久、最可靠的产品或者服务就是那些能给投资者带来回报的东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在买入股票之前要先作好功课

如果没有大量的阅读，我不相信你会在一个广泛的领域内成为一名相当好的投资者。或许你会考虑选择5家或者10家你对其产品非常熟悉的公司，但是你未必同样熟悉它们的财务状况……然后你会找到大量年度报告和所有有关这些公司在5年或者10年来情况的文章……快要把你淹没了。当你读完之后，问问你自己："还有什么需要知道而并不知道的呢?"许多年前，我四处奔走与竞争者们以及雇员们交谈……我只是在不断地提问……这是一个调查过程——一个采访过程。最后，你想要写一些东西……一些公司写起来很容易，而另一些公司写起来会很难。我们就是试图找到那些容易写的东西来。

不要为了因为看起来很时尚就迫使自己买入或者卖出

当机会出现时，你就要去做些事情。在我的一生中，有时我会有许多好的想法去做，但在许多时间里我也会无所事事。如果我在下周有了一个想法，那么我就会去做些什么。如果没有，我他妈就什么也不干。

仅仅因为想法是正确的，我们未必能从交易中得到回报。至于我们将要等待多长时间，我想我们应该无限期地等下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低价位并不确保一桩好交易，公司必须能够提供良好的价值和不断完善的基础

我们并不需要在掌握了公司的确切底线后才去购买它，但是它的售价必须低于你所认定的资产价值，并且必须是一些诚实的，有能力的人在经营着它们。如果你购买了一项价格低于它们目前价值的资产，你对其经营充满信心，然后你又购入了一批类似的资产，那么你就要发财了。

投资者无法精确地测算出今后两年内某一公司每股将会获利多少。事实上，公司的高层管理者也不能。在这种情况下，谁又能够说清楚一个以超常速度增长的公司的股份究竟被高估到了什么程度？即便是以最低限度的准确性来解释。如果增长速度在今后10年中确实这样惊人，公司的价值会增长4倍，那么还有必要去关心目前公司的股价是否被高估了35%吗？关键的问题是，必须确保公司价值在今后能够得到大幅度的提高。

我们曾经有几次以特价买入了一些蛤蟆股，这在过去的报告里有详细的记载。但是很明显我们的亲吻失效了。在一些王子身上我们曾经做得不错——只是在购买时它们就已经是王子了。至少我们的亲吻不会把它们变成蛤蟆。并且，最终我们也会偶尔成功地以蛤蟆价格买入很容易识别的王子而受益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你以资产所有者的眼光来看待，股市波动就可以成为你的朋友

我认为，如果在你的思维结构中能够切实贯彻3种基本思想，那么你就会在股市中做得很成功，每一种思想都很简单，没有一种需要数学天分或者类似的东西。（本杰明·格雷厄姆）说过，你应当把股票视为一小部分资产。把股票的波动视为朋友而不是敌人——从愚蠢中获利而不是被其愚弄。而且（格雷厄姆）提到了有关投资的最重要的想念："安全空间。"我认为，这些思想尽管已经存在了100年，但是仍然应当被奉为成功投资的基石。

（许多）期望终生从事投资业务的投资者们……往往会失去理性，当股价上涨时，他们会喜出望外，股价下跌时，会感到大失所望。对于食品价格的变动他们不会显示出同样的困惑：作为一个永久的食品购买者，他们欢迎价格下落，并且会为价格上涨感到不快（只有食品的出售者才不喜欢价格下降）。类似地，对于布法罗新闻来说，我们欢迎新闻纸价格下降——尽管这意味着我们一直持有的庞大的新闻纸库存价值会下降——因为我们知道会继续不断地购买新闻纸。

同要的逻辑会指导我们来思考伯克夏的投资活动。我们将会一直购买资产——或者一小部分资产，也就是股票——年复一年，直到我死去（或者更长时间，如果伯克夏的领导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者能够按着我的计划行事的话)。基于这些想法，资产价格下降会有利于我们，而价格上升将会损害我们。

引致低价位的最通常的原因是悲观情绪——这种情绪有时无所不在，有时只是针对某个公司或某个行业。我们希望在这样的氛围里进行投资。并不是我们喜欢悲观情绪，而是因为我们喜欢它们所产生的价格。乐观主义才是理性投资者真正的敌人。

然而，这一切并不表明，仅仅因其不流行而去购买一项资产或一种股票是一种聪明的行为；逆反行为同从众行为一样愚蠢。我们所需要的是思考，而不是投票表决。不幸的是，伯特兰·罗素对于普通生活的观察又在金融界中神奇地应验了："大多数人宁愿去死也不愿意去思考。许多人真这样做了。"

价格波动对于真正的投资者来说只有一种有意义的内涵。波动为他提供了这样一种机会，价格锐减时可以合理地买入，价格大幅上涨时可以合理地卖出。在其他的时间里，如果他能够忘掉股市而把注意力转移到公司的运营结果上，那么他就会做得更好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附　录

市场先生

（经沃伦·巴菲特授权重新发表）

沃伦·巴菲特相信，如果投资者们能对金融市场形成这样一种简单的认识："它们的存在是为你服务，而不是指导你。"那么就会大大提高他们的股票选择水平。以下的片段，选自于伯克夏·哈撒韦 1987 年度报告，它们对于理解巴菲特对于股价的感觉是很必要的。

无论何时，查理（伯克夏·哈撒韦的副主席）和我为伯克夏的保险公司买入普通股票……我们就像正在买入一家私营企业那样来面对这笔交易。我们要考察公司业务的经济前景，主管运营的人员以及我们必须支付的价格。我们没有考虑出手的时间或者价格。实际上，我们愿意无限期地持有股票，只要我们能够预期资产的真实价值将会以令人满意的速度增长。当我们进行投资时，我们把自己看做商业分析师——而不是市场分析师、宏观经济分析师，甚至不是证券分析师。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的方法使一个活跃的交易市场变得更为有利，因为它经常为我们提供充分的机会。但是，无论如何这不是最基本的：一次被延长的证券（我们持有的）交易的中止与World Book或者Fecheimer（伯克夏·哈撒韦拥有的两家公司）缺少每日报价相比，不会使我们感到更加烦恼。最后，我们的经济命运将取决于我们所拥有的资产的经济命运，无论我们是部分所有还是全部所有。

本·格雷厄姆，我的朋友和老师，很久以前就描述了面对股市波动应持有的心态，我认为那对于成功的投资具有极高的指导性。他说，你应当想像市场价格来自于一位名叫市场先生的、乐于助人的家伙。他是你私人业务的一位合伙人。从不例外地，市场先生每天都会出现并确定一个价格，并据此买入你的利益或者出售给你他的利益。

尽管你们两个人拥有的资产或许会具有某些稳定性特征，但是市场先生的报价将会是变幻无穷的。很遗憾，市场先生患有无法治愈的精神疾病。在他感到振奋的时候，他只能看到对资产有利的影响因素。处于那种心态时，他会确定一个很高的买入—卖出价格，因为他害怕你会战有他的利益并夺走他即将到手的收益。在其他时间里，他会感到沮丧，只能看到摆在资产与整个世界面前的麻烦。在这些场合，他会制定一个极低的价格，因为他担心你会把麻烦都卸载到他的身上。

市场先生还是具有另外一种讨人喜欢的性格：他并不在意受到忽视。如果他的报价在今天没有使你产生兴趣，明天他就会回来给你一个新的价格。交易会严格地按照你的选择

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行。在这些条件下，他的行为愈是狂躁—抑郁，就对你愈发有利。

但是，就像舞会中的灰姑娘，你必须时刻保持警觉，否则任何事情都可能变成南瓜与老鼠：市场先生在那里是为你服务，并不是去指导你，你会发现是他的规则而不是他的智慧才是对你有益的。如果某一天他表现出一种特别愚蠢的心态，你可以忽略它或者可以去利用它，这是你的自由。但是如果你接受他的摆布，那将会导致灾难性的后果。事实上，如果你不能肯定你会比市场先生更好地理解以及定价你的资产，那么，你就不要加入这场游戏。就像人们在玩扑克时说的那样，"如果你在玩了30分钟后，还不知道谁是傻瓜，那么你自己就是傻瓜。"

本（格雷厄姆）的"市场先生"寓言在今天的投资界中看上去或许有些过时了。现在大多数投资专家和学者们正在谈论有效市场，动态套期保值以及证券风险测度。他们对这些问题的浓厚兴趣令人费解，因为在问题中清晰地隐含着的解决方法较之投资建议提供者更有价值。最后，听听那些名利双收的医生们会建议些什么？——"吃两片阿司匹林吧"。

对于投资建议的接受者们来说，关于市场价格的特有认识就是另一回事了。按照我的观点，成功的投资并非来自于晦涩的公式，计算机程序或者股票和市场的价格行为发出的信号。然而，如果一个投资者能够把自己的思想与行为同市场上盛行的、具有超级感染力的情绪隔离开来，形成自己良好的商业判断，那么他就必将取得成功。就我自身保持隔绝的努力来说，我发现牢记本的市场先生寓言是极其有益的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遵从本的教诲，查理和我让可交易的股份通过运营结果来告诉我们——而不是通过每日甚至是每一年的报价——我们的投资是否成功。市场或许会暂时忽视成功的投资，但是最终一定会确认它。正如本所说的："从短期来看，市场是一台投票机，但是从长期看它是一台天秤。"进一步看，业务成功被确认快慢与否并不重要，只要公司的真正价值在以一个令人满意的速度增长。事实上，被延迟的确认是有利的：它或许会给我们提供一个廉价购买更多好东西的机会。

当然，市场经常会判断一项资产的价格高于隐含着的事实将要显示的价值。在这种情况下，我们将出售持有的股份。有时我们也会出售被合理定价的甚至是被低估定价的证券，因为我们需要资金来进行一项被更低定价的投资或者我们对其更有把握的投资。然而，需要强调的是，我们并不仅仅因为价格增长或者我们持有的时间太长而出售持股（在华尔街的谚语中最愚蠢的或许就是"只要有利润，你就不会破产"）。我们很愿意无限期地持有任何证券，只要商业活动在未来的股本收益令人满意，管理层是诚实的和有能力的，而且市场没有对资产高估定价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

How to pick stocks like Warren Buffett

财经易文

Email:szbook@sina.com
封面设计：谢 安
Email:xiean0000@sina.com
销售热线：010-88191017

《向格雷厄姆学思考向巴菲特学投资》
定价：29.80 元

《投资艺术》
定价：19.80 元

"真正能体现你工作价值的核心，不在于你去碰那些你还不理解的东西，也不在于你知道了人家上星期买了什么，而在于你有能力抓住一只行将启动的股票。"

——沃伦·巴菲特

关于巴菲特的故事人们讲了很多很多，但其实很少有人去系统讨论他那传奇般的投资技术——他的目光投向哪里？他在寻找什么？是什么信号在告诉他该买进了？

这本《巴菲特怎样选择成长股》讲述投资者应该如何沿着巴菲特的足迹，去发现那些价值被低估的股票，去躲开一个已经十分危险的市场。作为价值投资理论的实践者和研究者，蒂默西·韦克的著作将为你提供如下知识：

- ★ 无需冒更大风险就能获得超出市场平均收益的三项策略
- ★ 评估作为内在价值基本要素的公司未来收益的技术
- ★ 为什么账面价值的增长是巴菲特所钟爱的衡量公司投资潜力的尺度
- ★ 巴菲特如何通过可转换证券，期权以及其他秘密武器来规避损失

McGraw-Hill 全球智慧中文化

ISBN 7-5005-5627-6
9 787500 556275 >
Mc Graw Hill
陈列类别◆金融证券/投资/股票
ISBN 7-5005-5627-6/F·4955
定价：29.80 元